全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

G14
F837.125
Y16

See Into Warren Buffett

感悟巴菲特

洞悉股王之道·弘扬理性投资

闫福 编著

河北人民出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

感悟巴菲特/闫福编著. —石家庄：河北人民出版社，2002.4
ISBN 7-202-03098-5

Ⅰ.感… Ⅱ.闫… Ⅲ.投资-研究 Ⅳ.F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2002)第007059号

丛书名	股民加油站丛书
书名	**感悟巴菲特**
编著	闫福
责任编辑	马丽
美术编辑	李欣
封面设计	馨宇
责任校对	曹玉萍
出版发行	河北人民出版社（石家庄市友谊北大街330号）
经销	新华书店
印刷	河北新华印刷一厂
开本	850×1168毫米 1/32
印张	8.875
字数	150,000
印数	1—3,000
版次	2002年4月第1版 2002年4月第1次印刷
书号	ISBN 7-202-03098-5/F·337
定价	12.80元

版权所有 翻印必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目　　录

序言…………………………………………………（1）

第一章　四大定律　保驾护航……………………（1）

◎　企业定律………………………………………（1）

◎　管理定律………………………………………（6）

◎　财务定律………………………………………（12）

◎　市场定律………………………………………（18）

◎　案例分析：吉列公司……………………………（21）

第二章　特色投资　独具一格……………………（29）

◎　盯住企业………………………………………（30）

◎　集中投资………………………………………（34）

◎　以静制动………………………………………（39）

第三章　幸运之神为何衷情巴菲特………………（44）

◎　个人魅力………………………………………（44）

◎　仙人指路………………………………………（62）

◎　独树一帜………………………………………（77）

第四章　为什么受伤的总是我？…………………（108）

◎　才疏学浅………………………………………（108）

◎　盲人骑瞎马……………………………………（111）

◎　暴富心理　异想天开……………………………（113）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



◎ 贪婪恐惧 感情用事…………………………（116）
◎ 热衷短炒 投机过度…………………………（118）
第五章 我们应该向巴菲特学习什么…………………（123）
◎ 拥有一种投资哲学……………………………（124）
◎ 要投资不要投机………………………………（133）
◎ 注重价值 扬长避短…………………………（137）
◎ 克制情绪 保持理性…………………………（139）
◎ 注重长线 长短结合…………………………（142）
◎ 耐心是金 贵在坚持…………………………（146）
◎ 收益目标要积极稳妥…………………………（151）
◎ 投资组合 宁缺毋滥…………………………（153）
◎ 学习 学习 再学习…………………………（156）
◎ 学习巴菲特的几点误区………………………（164）
第六章 透视企业价值 炼就火眼金睛……………（172）
◎ 上市公司综合素质分析………………………（172）
◎ 仔细阅读招股说明书…………………………（179）
◎ 透视上市公司的年报…………………………（196）
◎ 企业会计数据分析……………………………（207）
◎ 借助财务分析把企业看个透…………………（232）
◎ 如何给企业的股票估值………………………（246）
◎ 用批判的眼光分析你的股票…………………（256）
附录一：巴菲特的投资理念和投资方法……………（262）
附录二：经得起时间检验的坦普顿准则……………（265）
附录三：主要参考资料………………………………（268）
后记……………………………………………………（270）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一章 四大定律 保驾护航

按照巴菲特的说法，全面收购一个企业与购买该企业的股票，基本上没有区别。在他的投资哲学里，最明显的特色是他清楚地了解到，拥有股份就是拥有那家公司，而不是只拥有一张纸。他说："因为我把自己当成企业经营者，所以我成为更优秀的投资人，因为我把自己当成是投资人，所以我成为更优秀的企业经营者。"为了确保投资取得成功，巴菲特从企业及其管理、财务和市场四个方面对所要投资的企业的入选条件做了严格务实的规定。这就是著名的巴菲特企业四大定律学说。这四大定律就像一个护身符，为巴菲特平安出入股市提供了有利保障。

◎ 企业定律

在巴菲特的投资生涯中，他的投资决策始终视一家企业的运营状况而定。在他看来，股票投资表面上是买股票，实际上是把钱投资于一家企业。因此，如果人们买股票时，不对所投资的企业进行深入细致的分析，仅仅根据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公司股票在市场上一些表现，那么一旦市场出现波动，股价下跌，他们就会显得惊慌失措，六神无主。因为他们不了解企业的投资价值到底是多少，所以对股票价格的未来涨跌幅度自然是心中无数。巴菲特建议，人们在投资的时候，要把自己看成企业分析家，而不应该是市场分析师或总体经济分析师，更不是有价证券分析师。在实际的投资运作中，巴菲特总是集中精力尽可能多地了解企业的深层次因素。这些因素不但包括企业的业务现状，还包括企业的历史和未来。

企业的业务必须简明易懂

在股票市场上，赔钱的原因往往是由于当事人买入了他们本身并不了解的公司的股票。如果每个人都集中精力在自己所熟悉和深谙的公司股票上，投资失误的可能性就会大大减少。不幸的是，相当一部分投资者分不清本身能力的界限，盲目投资自以为懂得其实是一窍不通的公司，结果大都输得很惨。

巴菲特认为，投资者财务上的成功与他对自己所做投资的了解程度成正比。由于上市公司数量繁多，提供的产品和服务类型更是五花八门，因此并不是所有的企业，都是投资者根据自己的知识和经验所能了解的。这就意味着，一定时期，大多数投资者所能涉及的企业往往只能是上市公司中的一小部分。但不管是否如此，人们的投资都必须建立在对企业全面了解的基础上，只有这样，实际的投资操作才能有的放矢。中国有句老话：不熟不做。巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



特的投资哲学就是："不熟不做，不懂不做。"

多年来，巴菲特曾经投资过如家具厂、纺织品公司、银行、保险公司、石油和矿产开采公司等类别广泛的企业，无论是控股，还是作为企业的少数股东，巴菲特对所投资企业的盈利、费用、现金流量、劳资关系、价格弹性及资本需求、分配与运用等情况都非常清楚。为了能很好地了解一家企业，他总是有意识地把自己的选择限制在他自己的理解力能够达到的范围。巴菲特强调，最重要的不是一个人的能力范围有多广，而是要认清我们能力的界限。几十年来，他所拥有的企业全都在他的"竞争优势圈"内，他都有高度的了解，而圈外的企业，即使是发展潜力巨大，他也不会涉足。

企业过去的经营状况必须稳定

成功的过去往往意味着一个美好的未来。如果投资者打算购买一家上市公司的股票，他必须弄清该企业是否能够经得起时间的考验。如果一家企业在过去的成长中，始终保持良好的经营作风和一贯的经营业绩，那么这样的企业常常也能承受住未来市场风风雨雨的考验，并给投资者带来良好的回报。巴菲特认为，那些多年来生产同样的产品、提供同样的服务的企业，往往会有较好的投资回报。基于这种考虑，巴菲特通常拒绝投资下面几类公司的股票：刚刚成立的企业；正在解决某些难题的企业；由于以前的计划不成功而准备改变经营方向的企业。

新企业成立时间短，无法根据它的短暂过去推测其未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来。面临某些重大难题需要解决的企业，如正在进行资产重组的公司，其未来的发展也具有很大的不确定性。而因过去的计划不成功而改变经营方向，本身就反映了企业决策的草率和随意，将来有可能出现更大的经营失误。巴菲特解释说："我们并不知道如何解决有困难的企业所面临的问题，只是尽量避免投资这些有问题的企业。我们之所以取得目前的成就，是因为我们关心的是寻找那些我们可以跨越的一英尺障碍，而不是去拥有什么飞越七英尺障碍的能力。"

美国可口可乐公司是世界最著名的汽水生产企业，多年来一直被巴菲特重仓持有。几十年来，可口可乐公司一直专注于汽水市场，这种在产品经营上始终如一的经营作风，使它在市场开拓、产品的形象设计、广告宣传、管理等方面的努力都聚焦在一个单一的产品上，与一些注意力分散的多头管理相比，取得了令世人震惊的经营绩效。世界各地无数次的市场实验表明，虽然没人能够分辨得出自己刚喝过的是可口可乐、百事可乐，还是一些其他类似的汽水，但众多的消费者都热衷于选择自己心目中的可乐品牌。世界最大的百货公司——美国沃尔玛百货公司曾进行过一次试图把自己的可乐汽水打入由可口可乐和百事可乐占领的市场的尝试。通过调查，他们发现，美国和英国的消费者分不清他们所喝的到底是可口可乐、百事可乐，还是沃尔玛的 Sam's choice。受此鼓舞，公司决定在它的几千家分公司外面，摆设自己的品牌汽水，并将它摆在更靠近入口的地方，而且又以可口可乐的半价来吸引顾客。结果，让他们失望的是，尽管他们煞费苦心，但还是打不进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



可口可乐和百事可乐的市场。

企业必须具有良好的发展前景

巴菲特认为，最值得投资的企业，必须具有很好发展前景的企业，而这样的企业又是拥有市场特许经营权的企业。所谓市场特许经营权，是指公司销售的产品或服务具有独占性和差异性，这样的产品一般具有三个方面的基本特征：有市场需求甚至强烈的需求；市场没有比较接近的替代产品；没有受到政府的管制。具备特许经营权的企业，很多情况下，它们可以有规则地提高它们的产品或服务的价格，而不用担心失去市场份额。产品定价的灵活性可以使这些企业获得超乎寻常的利润，并给人们带来丰厚的投资回报。这些企业另一个明显的特点是拥有大量的经济商誉，可以更有效地抵抗通货膨胀的负面影响。相对于普通企业，这些企业可以在经济不景气时，比较容易生存下来并保持活力。

与具有特许经营权的企业相比有着天壤之别的普通商品企业，巴菲特认为这类企业通常是低回报率企业，因而也是最不值得投资的企业。因为这些企业经营的产品与竞争对手往往大同小异甚至雷同，且没有任何经济上的商誉，它们对付竞争对手惟一有效的手段就是降价，但降价又是一把双刃剑，既会打击对手，也会伤及自身，因为降价的结果会严重削减企业的经营利润。这些企业增加利润的惟一办法就是指望出现供货紧张的情形。而这种情况即使出现，一般也只能维持非常短暂的时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一般而言，大多数企业是介于上述两类企业之间，他们不是拥有弱势特许权，就是强劲的普通商品企业。长期而言，弱势特许权比强势的普通商品企业更有获利的希望。即使是弱势特许权仍有一些定价的能力，可以使企业赚得比平均投资报酬率多的利润。可口可乐在美国被视为弱势特许权企业，但是在国际上，特别是在没有类似替代品的市场上，可口可乐有强势的特许权。因为尽管世界各国汽水厂家不计其数，但可口可乐以其无与伦比的品牌效应，稳稳占据了世界市场 30% 以上的市场份额。而且，随着世界人口生活水平的提高，可口可乐不仅能在现有的顾客群中取得更高的盈利，还能够争取到目前尚没有经济能力购买它们产品的顾客群。

巴菲特只肯选择那些他可以几乎完全确定，在 10 年之内，还是一样保持优势的公司进行投资。比如，可口可乐、迪士尼，甚至竞争异常激烈的百货业里的沃尔玛百货公司。他认为这些企业 10 年后仍是行业里的先锋。但他的好友比尔·盖茨所创办和主管的微软公司，巴菲特因无法判断这家公司的未来前景，尽管其发展潜力很大，但巴菲特还是没有投资。他说："我很欣赏盖茨的才华，但我不会用资金来支持他。"

◎ 管理定律

巴菲特在考虑收购企业的时候，对管理层的品质非常重视，被收购企业必须有值得他信赖的德才兼备的管理人员。这样的管理人员能永远以公司负责人的态度作为行事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



与思考的准则，时刻牢记公司最主要的目标是增加股东权益的价值。同时为了实现这一目标，他们会做出理性的决定。另外，巴菲特对那些能看重自己的责任，完整而翔实地向股东公开所有营运状况，以及不盲目地追随同行行为的管理人员，也极为器重。

归纳起来，巴菲特对管理人员所考虑的因素主要有：管理阶层是否理性；整个管理阶层对股东是否坦诚；管理阶层是否能够对抗法人机构的盲从行为。

管理阶层必须理性

巴菲特对管理层理性的考查主要是看他们对公司的资金如何分配。因为从长远看，资金分配决定了股东投资的价值。巴菲特认为，如何分配公司盈利——继续投资还是分配给股东的决策，是一个逻辑和理性的问题。巴菲特欣赏那些将现金盈余投向能使股东财富最大化项目的经营者，他认为那些在找不到合适项目时，能够将盈余归还给股东的经营者才真正是在为股东服务，才有理性。

如何分配公司的盈利与公司所处的生命周期密切相关。当一家公司沿着自己的生命周期向前发展时，它的成长速度、销售收入、利润和现金流量都会发生很大的变化，这种变化客观上要求对公司的盈利采取不同的分配政策。一般来说，当公司处于发展的第一和第二阶段，即初始发展阶段和迅速成长阶段时，其内部产生的现金往往无法支持公司产品开发和快速发展对资金投入的需要，此时，公司不仅要保留所有的盈利，还要通过借债或发行股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



票来筹集发展资金。在第三阶段，即成熟阶段，公司发展速度开始减慢，并产生超过扩展和经营所需要的现金。最后一个阶段，即衰退阶段，公司面临销售和盈余的双重萎缩，但仍能产生过剩的现金。为确保股东权益的最大化，如何分配盈利，这时特别是在成熟阶段，就显得非常重要。

如果将多余的现金用于再投资后，所获收益能超过公司股权资金成本，则公司应把所有的利润用于再投资。相反，如果再投资收益率低于资本成本，则保留盈利进行再投资就是不合理的行为。如果一家公司产出的现金超过维持现有的经营规模对资金的需求，继续增加投资又只能获得平均水平甚至低于平均水平的投资回报率，那么这家公司的管理者在利润分配时就会面临三种选择：

（1）再投资于公司现有业务上；

（2）购买成长型企业；

（3）分配给股东。

这几点是巴菲特判断公司管理层是否富有经营理性的关键所在。既然再投资于公司现有业务上只能获得较低的投资回报，从维护股东权益最大化角度看，这样的投资无疑是错误和不理性的。而对那些希望通过购买另外一家公司来促进自身成长的公司的决策，巴菲特同样持怀疑态度。其原因一是这种做法可能代价太高，得不偿失；二是这样的公司需要整合一家新公司，这就有可能犯损害股东利益的重大错误。

巴菲特认为，对于那些过剩现金不断增加，却无法创造出平均利润水平的公司来说，惟一合理且负责的做法是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



将盈余归还给股东。具体做法有两种：提高股利和回购股份。

但是，如果股东利用他们的分红现金进行投资，所获得的投资回报低于由公司利用盈利再投资所产生的投资回报时，把盈利留在公司内部进行再投资对股东显然是更为有利的。多年来，巴菲特在他的投资上获得了很高的回报，由他经营的伯克夏公司虽然一直没有给股东进行现金分红，但有近 90% 的股东对此却非常满意。在巴菲特看来，在公司能获得高收益的情况下，给股东分红等于是给他们提供了错误的服务。

回购股份是把公司盈利返还给股东的第二种方法。从很多方面来讲，回购股份对股东的利益虽然不太直接，也不太具体，但实际报酬率较之现金分红会高出许多。如果股票的市场价格低于其内在价值，那么回购股份对增加股东权益就非常有利。例如，某公司股票市价为 50 美元，内在价值却是 100 美元，那么回购股份就等于花费 1 美元得到 2 美元的内在价值。这样的交易对股东来说，收益是非常可观的。同时巴菲特还认为，公司经理们在市场上积极回购股份，是在表示他们以股东利益最大化为准则，而不是不计效益盲目扩展公司的资产与业务。这种立场向市场发出的利好信号，会增加公司股票对投资者的吸引力，并由此促成公司股票价格的上升，原公司股东因公司回购股份会获得大量的差价收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



整个管理层对股东必须坦诚务实

巴菲特认为只有完整翔实地公布公司的营运状况，并像公开自己的成功一样勇于讨论自己失败的经营者才值得信赖。巴菲特特别敬重那些不利用公认会计准则来隐瞒企业业绩真实情况的管理人员。

财务会计标准只要求以产业分类的方式，公布商业信息。而有些管理者利用这些最低标准，把公司所有的商业活动都归类为同一个产业类别，藉此混淆投资人的视听，使他们无法掌握有关自身利益的每一业务部门的实际经营状况。巴菲特主张无论是否属于一般公认会计原则的资料，需要披露的信息应至少能够回答投资者下列三个问题：

（1）公司大约值多少钱？

（2）公司将来偿还债务的可能性有多大？

（3）管理人员的工作状态如何，是否完成了分配给他们的任务？

巴菲特赞许那些勇于公开讨论失败的企业管理者。按他的说法，大多数公司的年度报告都是虚假的，每个公司的年报都会有错误，只是程度不同。许多管理者在报告业绩时乐观有余，诚信稳健不足。投资这种在经营业绩方面报喜不报忧的企业，一旦虚构的光环破灭，投资者就会因股价的大幅下挫而遭受严重损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



管理者能够抵抗惯例驱使下的盲从行为

盲从和理性是截然不同的两种处事方法。有许多经营者会因为盲从而失去理性，他们就像盲目行动的旅鼠一样，在实际经营中会自然而然地模仿其他管理人员的行为，而不去考虑那些行为是否能够达到预期效果，这种没有主见的盲目效仿在经营中是极其愚蠢和有害的。

根据巴菲特的说法，企业经营者的盲从行为一般出现在以下几个方面：一个组织或机构拒绝在当前运作方向上做任何改变；就像工作占用了所有可用的时间一样，公司的计划和并购也具体化为用光所有可支配的资金；在每项业务上，不管经理人员的筹划多么不明智，都能很快获得由工作人员悉心准备、内容翔实的关于利润率、策略等方面研究报告的支持；盲目模仿、争相攀比同类公司行为，包括扩张、并购、建立经理奖励制度等。

安于现状、思维惯性及从众心理使一些公司的管理者很难因时制宜地做出不同寻常的符合公司个性发展的决定。安于现状或跟随别的公司会比改变方向轻松。巴菲特深知，无力抵抗习惯性压力的情形，往往很少与股东有关，关键在于经营者是否乐意接受变革。有时，即使管理者认为必须进行改革以避免可能的破产，但对于大多数企业，改革计划很可能因大多数人感到困难而难以执行。最终往往被一个折中的方案所替代：购买一家新公司，而不是正视当前的实际问题。从众心理使得一些公司经营者在看到有其他数家公司采用相同的运作模式时，就会认为自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



己采用相同的模式也一定可行，殊不知，正是这种盲从使这类企业在同行处于困境之时，自己也难以摆脱类似的厄运。

在多数情况下，评定管理者的能力，是一种排除量化指标的主观判断行为，但是，还是有些量化的数据可以应用，如股东权益报酬率、现金流量以及营业利润等。

◎ 财务定律

在评价企业的经济效益和经营绩效时，巴菲特有一套基于其个人信条的独特的分析方法。他不太重视企业每年的经营结果，而是把目光集中在四年或五年的财务平均值上。在他看来，企业的盈利情况不可能像行星围绕太阳运行的时间那样一成不变，单一会计年度的盈利状况具有很大的随机性和偶然性，只有观察连续多个会计年度才能对企业的投资价值做出客观的研判。他以下面几个准则作为自己在财务评估方面的指导：集中于股东权益资本收益率，而不是每股收益；计算“股东收益”，以得知正确的价值；能有效控制成本支出，并拥有较高的毛利润率；对每 1 美元的留存收益，确认公司已经产生出至少 1 美元的市场价值。

重视股东权益资本收益率，而不是每股收益

巴菲特认为，每股收益指标是个烟幕，利用每股收益评价企业的经营业绩会使投资者产生错觉，并会得出不正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



确的结论。由于大多数企业都保留上年度盈利的一部分用来增加股权资本，这样当企业每股收益增长与股东权益增长相同时，每股收益的增长显然并不意味着企业经营业绩的增长，如果企业每股收益的增长速度低于股东权益的增长速度，那就意味着企业的经营业绩不仅没有增长，反而较以前还降低了，所以把每股收益的增长与企业经营业绩的增长等同起来有时会对投资决策产生误导。

巴菲特认为，成功的经营管理是获得较高的股东权益报酬率（没有不当的融资与会计上欺骗的方式等），而不只是每股收益的持续增加。所以巴菲特更愿意使用股东权益资本收益率，即企业经营利润对股东权益的比率来评价一家公司的经营业绩。但要想使用股东权益报酬率这个指标，必须对以下几个方面进行调整。

首先，所有可出售的有价证券应该以成本计价，而不是以市价来计算。因为股票价格的变动会对特定企业的股东权益报酬率产生很大影响。例如，如果一年中股价戏剧性地上升，那么公司净资产价值就会增加，即使公司经营利润增加许多，但与增加更多的股东权益相比，股东权益资本收益率也会不增反降。相反，股价下跌会减少股东权益，从而会使平庸的盈利状况看起来比实际好得多。

其次，投资人必须控制那些非经常项目对公司利润的影响。巴菲特在评价企业经营绩效时，将所有的资本利润和损失，以及其他任何可能增加或减少企业利润的非经常性项目排除在外，并设法独立划分出企业各种特定的年度经营绩效。他希望了解在拥有特定的资金可供运用的情况下，企业经营者为公司创造了多少利润，他说，这是评判

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



管理者获利能力的最好指标。

另外，巴菲特始终认为，一家企业应能在没有或极少负债的情况下，用股权资本来获得收益。我们知道，提高财务杠杆比率，即增加债务资本，可以增加权益资本收益率。巴菲特非常清楚这一点。但是，他同时认为：“优秀企业的投资决策，会产生令人满意的业绩，即使没有贷款的帮助也一样。”而且，负债率高的公司，其“体质”往往比较脆弱，在经济增长缓慢或衰退时，非常容易受到伤害。巴菲特宁可在财务质量方面发生错误，也不愿意冒因增加债务而使公司股东权益受到威胁的风险。

巴菲特在债务方面的考虑显然是相当保守的。不过，一旦确实需要举债时，巴菲特并不畏缩。他在举债方面往往表现出很强的预见性，即在预见到未来需要资金时，他会提前采取行动，而不是临时抱佛脚，在资金需要已经紧迫的时候再去借债。巴菲特说，如果企业每次进行有利可图的投资都能与借债的时机恰到好处地相匹配，那是很理想的。但实际情形却往往相反。货币供给宽松、借款成本低往往会使资产的价格上升，而银根紧缩，高利率的资金又往往会增加负债成本，同时会降低资产价值。当被购买公司的股票价格达到最理想价位时，资金高成本（较高的利率）很可能抵消这一机会的吸引力。针对这种状况，巴菲特认为，公司的资产与负债管理应该相互独立。

这种为日后的好机会而先行借款的经营思想，虽然与增加近期的盈利要求有矛盾。但是，巴菲特只要确信未来的经营会带来比目前债务成本更高的利润，就会提前采取借款行动。由于真正有吸引力的商业机会很少，所以巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



特希望他管理的伯克夏公司能枕戈待旦。“如果你想射中罕见的、移动迅速的大象，就得一直带着枪。”

巴菲特并不针对某一企业负债水平是否合适提出建议。很明显，不同的企业现金流量不同，可以应付的债务水平也不同，巴菲特想说的是，一家优秀的企业应该可以不借助债务资本，而仅用股权资本来获得不错的盈利水平。如果某公司是通过大量的借款来获得利润的，那么该公司的获利能力就值得怀疑。

通过计算“股东盈余”，衡量公司的内在价值

与每股收益和现金流量指标相比，巴菲特发现股东盈余是衡量公司利润水平真实性和投资价值大小的最为理想的指标。

一般来说，投资者在分析企业的经营成果时，首先注意的往往是公司的每股收益，但是如果不联系股东权益的增减变化，单方面观察每股收益的绝对值，就很难对公司经营成果向好还是向坏的动态变化做出符合实际的判断。由于会计在账务处理上采用的是权责发生制，那些在信用销售方面过于宽松的企业，每股收益往往只表现为“账面”利润，这种“纸上富贵”在公司债务到期时很可能会使公司陷入无力偿付的危险境地。

按照习惯定义，企业的现金流量是企业的税后利润与折旧费用、耗损费用、分期摊销费用和其他非现金支出项目的总和。现金流量能比较真实地反映公司利润的“兑现”程度和每股收益的“含金量”，借助于现金流量，投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资者可以很好地“透视”出企业利润的真实程度。但现金流量也不是完美无缺的，现金流量比较适用于评估初始投资很大而后续投资小的企业（如房地产、油田、电报电话公司等），而对于需要持续不断的资本性支出的生产制造型企业则不大适用。这是因为，现金流量概念忽视了资本性支出这样一个重要的经济事实。根据巴菲特的估计，大约95%的美国企业需要与折旧大约相等的资本性支出，如果企业不进行必要的资本性支出，其目前的现金流量可能较充裕，但长此下去，企业必然会失去发展的后劲。

巴菲特常使用他称之为“股东收益”的指标来替代现金流量指标。该指标等于现金流量减去资本性支出费用以及可能需要增加的运营资金量。由于巴菲特主张用企业利润来进行资本性支出，所以一个企业在进行必要的资本性支出后还存在可观的股东收益，这样的企业可能是一个不错的投资对象。巴菲特承认，股东收益并不能为价值分析提供所要求的精确值，因为未来资本性支出需要经常评估，但巴菲特总是引用凯恩斯的话来解释自己的观点：“宁可接受模糊的真理，也不要精确的错误。”

能有效控制成本支出，并获取较高的毛利润率

企业的销售能否转化为利润，关键在于企业经营者能否有效控制成本支出。根据巴菲特的经验，成本管理存在马汰效应，即高成本运营的管理者趋向于寻找途径增加成本，而低成本的经营管理者却总在寻求减少成本的途径。巴菲特非常厌恶那些不断增加开销的经营管理者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特特别欣赏威尔斯银行总裁卡尔·理查德、保罗·哈恩，以及大都会/美国广播公司总裁汤姆·穆菲、唐·伯克，因为他们毫不留情地删减不必要的成本支出。即使在利润创纪录的情况下，他们也会和承受压力的时候一样，对成本控制毫不松懈。巴菲特在处理成本费用与不必要支出的时候，态度也极其强硬。伯克夏公司是个在成本管理方面非常出色的公司，公司的职员甚至不够组建一支垒球队。该公司没有法律事务部或是公共关系部，没有设置专门策划公司并购的公司策略部，也不雇用安全保卫人员、汽车司机和送信人。公司的费用开支还不到经营利润的1%。相比之下，其他盈利水平相似的公司这一比率高达10%，也就是说，那些公司仅仅因为日常开支过大，就使股东拥有的财产价值减少了9%。

对每1美元的留存收益，确认公司已经产生出至少1美元的市场价值

一个企业除了要在经济价值上有吸引力外，还要具有良好的发展前景，并且由一群以股东利益为导向、精明能干的管理者来经营。对于这一问题，巴菲特通常是通过比较公司市场价值增量与留存收益增量来加以验证。

众所周知，尽管个别时候股价会因各种原因偏离其内在价值，但就长期而言，股票价格会合理地反映公司的内在价值。对于留存收益也是一样。如果公司运用保留的利润，在较长时间内都没有获得较好的收益，公司股票价格迟早会下跌。相反，如果公司利用追加资本获得的收益达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



到和超过平均水平，这一成功最终也会推动公司股价的上升。

在巴菲特的快速测试中，公司股票市值增量应至少不低于留存收益的数额。如果公司的市场价值增量超过留存收益增量，当然更好。巴菲特对此的解释是："在这个巨大的交易舞台中，我们的任务就是寻找这类企业：它的盈利状况可以使每1美元的留存收益至少能转化为1美元的市场价值。"

◎ 市场定律

根据对企业及其在经营、财务方面的要求，可以把认为理想的投资对象确定下来。接着，投资者要做的就是确定公司股票的投资价值，然后选择合适的价位买入。

在股票市场上，由于制约和影响股票价格的因素很多，加之非理性的投机炒作，股票价格常常会跌宕起伏、甚至是大起大落，股票的价格与其价值经常出现严重的背离。这种背离对投资者来讲既意味着风险，也常常会带来难得的投资机遇。就理论上而言，投资者的投资行动取决于股票价格与实质价值之间的差额。如果公司股票的市场价格低于该公司股票的实质价值，一个理性的投资者就该将其买入，反之，如果股票的市场价格高出它的实质价值时，则投资者就不会考虑购买。随着公司经历各个不同发展阶段，人们应根据各个阶段的企业特性，重新评估公司股票的内在价值，然后对比市场价格，决定是买进还是卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



评估公司的内在价值

传统的企业估价方法通常有以下三种：清算法、永续经营法和市场法。清算法是指变卖企业所有资产所得现金扣除所有负债后的净值。清算法不考虑企业未来可能的收益。永续经营法是对股东可以预期得到的未来现金流量进行预测，这些未来的现金流量会以适当合理的利率，折算成目前的现值。当未来的现金流量难以估算的时候，分析师通常使用市价法，即与其他类似的公开上市公司做比较，运用适当的乘数计算出企业的价值。

巴菲特认为，企业的价值由企业生命周期中预期产生的净现金流量通过合适的贴现率贴现得到的。巴菲特对股票的价值评估方法与人们对债券的估价方法十分相似。债券未来的利息和到期日应当偿还的本金构成了它将来的现金流量。如果把债券未来各期的利息和到期本金加总，除以适当的贴现率，就可以得到债券的价格。同样，为了估价一家上市公司的价值，人们也应该估算该公司从某一时期到将来会产生的“利息”，并把所有这些“利息”折算成现值即为公司的价值。

根据巴菲特的企业估价方法，确定企业的投资价值主要需要现金流量和贴现率两个变量。

由于大多数企业未来的现金流量难以估算，所以巴菲特只关注那些业务单纯、易于理解、未来现金流量稳定且通过他个人能力可以预测的上市公司。如果未来的现金流量难以估计，他就不会把这家企业作为投资时所考虑的对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



象。他认为，一个人预计未来的能力就决定了他能力所及的范围。

至于他使用的贴现率，是任何人都可以获得的无风险收益率——美国政府长期国债的利率或到期收益率。这和学术界主张利用无风险利率（长期债券利率）加上股票的风险贴水，以反映公司未来现金流量的不确定性有着明显的不同。巴菲特之所以不考虑风险贴水因素，是为了尽量避开投资风险。为了使所投资企业符合他的估价方法，他总是拒绝投资那些财务风险较大的高比例负债的公司，而将注意力集中在盈余稳定且可以预测的公司上。他说："我将确定性看得很重要，如果你这么做，则所有造成风险的因素对我而言都没有意义。风险来自于你不知道自己在做什么。"

要在有吸引力的价位上买进

除了企业的业务要易于理解、有持续的盈利能力及有由股东利益导向的管理层来领导外，要保证投资取得成功，还必须以合理的价格购买，同时公司的行为必须与预期相符合。巴菲特认为，如果投资出现失误，可能是因为：

(1) 我们支付了不合理的价格；

(2) 企业的经营存在问题；

(3) 企业未来的盈利能力没有达到预期要求。

其中以第三点为最常见。

理性的投资不但要辨认出可以赚得高于平均收益的公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



司，还要在价格远低于其实质价值时，采取购买行动。巴菲特的老师格雷姆曾教导说："只有在价格与价值之间的差异超过安全边际时，才能购买。"

由于存在估价不准确而高估公司股票内在投资价值的可能，巴菲特总是在股票的市场价格低于其内在价值足够程度时才会采取投资行动。这样即使高估了股票的内在投资价值，股票的真实价值也很难低到他的购买价格。这样做可以有效地降低股票内在价值下降带来的投资风险。一个股票的市场价格低于其内在价值的幅度越大，投资风险就越小。例如，如果巴菲特以20%的价格折扣（相对于内在价值）购买了一家公司股票，在随后的发展中，即使公司股票的内在价值下跌了10%，他起初的购买仍然会为他带来10%的投资收益。

安全边际为巴菲特带来了获取额外投资回报的可能。如果巴菲特正确挑选了一家盈利水平高于平均值的公司，长期来看，其股票价格就会随着公司的盈利而稳步上涨。股东权益资本回报率越高的公司，其股票价格上升的幅度就越多。不仅如此，如果巴菲特应用安全边际的准则，以相对于内在价值较大的折扣购买到这家公司股票，那么当市场价格正确体现出其内在价值时，巴菲特就会得到额外的收益。

◎　案例分析：吉列公司

序：吉列公司是一个国际性的消费品制造商和经销商，看到"吉列"这个名字人们自然会想到男士每天必备

00000083

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的刮胡刀。1989年，在吉列公司面临暂时的财务困难时，巴菲特慧眼识金，通过伯克夏一次性购买了吉列公司6亿美元的可转换优先股。1991年至1994年，伯克夏公司一直持有2400万股吉列公司的股票，占公司投资组合的比重高达13%左右。巴菲特购买的2400万股吉列公司股票的成本是6亿美元，1994年，这2400万股的吉列公司股票的市价总值已高达17.9亿美元。透过吉列公司的成长历程，我们会发现，无论是在业务特征、发展前景，还是在管理水平及财务状况等，吉列公司与巴菲特对企业的选择标准都非常吻合。而巴菲特在投资吉列公司时，又严格遵循了他一贯倡导的“安全边际”法则。

吉列公司的业务包括生产和销售刀片、剃刀、洗涤用品、整容器械、文具、小型家务用具、口腔保健器具等，均属于百姓的日常生活用品。公司在28个国家和地区拥有生产厂家，产品销往200多个国家和地区，国外业务在吉列公司的销售量和利润额中占60%以上。

吉列公司由金·吉列在20世纪初创立。吉列年轻时就在考虑如何赚大钱。他的一位朋友曾建议他发明一种一次性产品。吉列在一家公司当推销员时，突然萌发设计一种可以更换的剃须刀片的想法。1903年，他建立了自己的公司，开始以每25个剃须刀5美元的价格出售吉列安全剃须刀。一晃几十年过去了，今天的吉列公司，在世界上可以说是制造与行销刀片、剃刀方面的霸主厂商。它的市场占有率高达64%，远远领先于居第二位的沃勒·兰伯特公司，后者的市场占有率只有13%。鉴于它领导世界市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



场的不凡表现，已使得“吉列”在许多种语言中，成为“刮胡刀”的代名词。在欧洲，吉列公司占有70%的市场份额，在拉丁美洲达到80%，而在东欧、印度、中国的销售也进入成长阶段。吉列公司在美国每销售1片刀片，就意味着在海外市场同时销出35片。尽管剃须刀只占了公司销售额的三分之一，但却创造了公司三分之二的利润。不能不说这是个奇迹。

吉列公司主宰其产业市场的时间之长，很少有公司能够做到。它从1923年到1993年70年间都是剃刀和刀片的王牌产品。

创业不易守业更难。为了维持其宏大霸业，吉列公司在研究改进其产品上投入了数以百万的美元。1902年，美国威金森公司首先开发出套式不锈钢刀片后，吉列迅速做出反应，1972年，吉列发明了普遍受消费者欢迎的双刀锋 Tral Ⅱ，1977年，公司推出了旋转剃刀。1989年，吉列又生产出极为流行的感应式刀片。吉列持续不断的成功来自产品的不断创新和专利权保护。

成功的公司经常吹嘘自己的财富，但吉列公司却不这样。吉列总是保持它贯有的经营品质。公司总经理柯尔曼·莫克勒采取“精简”式的营运管理，如降低成本、精简人员、撤销业绩欠佳的业务部门等。这一“精兵简政”措施的实施，效果非常明显，公司的生产效率明显提高。

任何一家公司的成长历程都不可能一帆风顺，吉列也不例外。1974年，BIC公司将可弃式剃刀引进到了希腊。刚开始，很多人推测这种产品充其量只会赢得10%的市场份额。但出人预料的是，它竟然如同暴风骤雨一般，席

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



卷了50%的市场。吉列早在60年代就曾经对威金森引进套式刀锋的行为感到惊讶。因此面对这次突如其来的竞争对手，吉列未敢有丝毫“怠慢”，迅速以自己的可弃式剃刀对BIC公司的威胁进行反击。虽然最终又重新夺回了自己的市场领导地位，但是公司的毛利润率因此也遭受了一定损失。

吉列估算出45岁以上的男性人口占了将近一半的刮胡刀市场，他们愿意为一支紧贴而平滑舒适的刮胡刀支付较高的价格，而感应式刮胡刀正是这种刮胡刀中的优良品种。由于担心失去高品质刮胡用品制造商的形象，吉列全面停止了那种可抛弃式产品的广告，并且全力以赴，将促销资源用在感应式刮胡刀上。这种大胆做法虽然冒险，但最终还是获得了成功。

吉利公司在新产品开发上的推陈出新和不懈努力为其日后的厚积薄发创造了有利条件。但许多投资者被吉利公司当时遇到的暂时困难所迷惑，对公司所蕴含的巨大发展潜力并未给予足够的注意，他们更关注企业的其他方面，由于可更换剃刀市场竞争激烈，利润微薄，吉列公司似乎已成了一个进入成熟期、增长缓慢的消费品公司，从1981年到1985年，公司的税前经营利润率一直在9%～11%之间徘徊，权益资本回报率也在20%的水平上停滞不前，1981年～1985年，公司的年收入增长仅为5.2%，销售增长更是低到了1%。

就在多数人对吉列公司忧心忡忡的时候，巴菲特却透过迷雾，以他那犀利的目光看到了处于困境中的吉列公司的美好前景。巴菲特打电话给约瑟夫·希斯卡——吉列董

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



事会中的一个重要成员，表示愿意由伯克夏提供资金给吉列，以补充其急需的资本。对吉列来讲，这无异于雪中送炭。1989年7月吉列发行6亿美元可转换优先股给伯克夏，所得资金用于归还部分借款。巴菲特收到年息8.75%、十年之内必须强制赎回的可转换股权证，和以每股50美元的代价转成普通股的权利（价格比吉列公司当期股价高出20%）。吉列公司的可转换优先股附带了其他条件：（1）不允许巴菲特在两年内把它们转为普通股；（2）10年后公司可以赎回；（3）当吉列公司普通股票价格连续20个营业日超过62.5美元时，吉列公司有权按面值赎回该优先股。

“吉列的生意的确讨我们的欢心，”巴菲特后来写道，“我认为我们了解公司的经济状况，因此我们能对它的未来做出理智的预测。”1989年，巴菲特如愿以偿地加入吉列的董事会。就在这一年，他们也推出了令人耳目一新的感应式刮胡刀。巴菲特的加入和新产品的推出对公司可谓是双喜临门。

在推出感应式刮胡刀之后，吉列生意兴隆，呈现出一片欣欣向荣的景象。每股盈余开始以每年20%的速度增长。税前毛利率从12%增加到15%，股东权益报酬率达到40%，是80年代早期的两倍。

1991年2月，吉列公司宣布一股分割为两股的股票分割政策。当时的吉列股价为每股73美元，并且已连续20多个营业日超过62.5美元。于是，公司宣布将赎回巴菲特手中的吉列公司可转换优先股，巴菲特按规定将手中的优先股转换为1200万股吉列公司普通股，占吉列公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公众股份总数的11%。不到两年的时间，巴菲特在吉列公司的6亿美元投资迅速增值到8.7亿美元（不包括转换前的红利收入）。

当时，伯克夏拥有吉列公司的普通股和可转换优先股两种股票，因此他在吉列的投资不仅拥有潜在增值性的固定收益有价证券，还具有股权直接赋予的控制能力。如果伯克夏想保有吉列的普通股，则巴菲特必须确定吉列是个值得投资的企业。

巴菲特了解吉列公司的经营状况，并对公司的发展前景持乐观态度。首先，吉列公司的股东权益报酬率和税前利润率等财务指标正在不断增长，加上公司有调升价格的能力，因此能保证提高股东权益报酬率，这也说明公司的经济商誉正在提高。莫克勒致力于减少吉列的长期负债，并且竭力增加股东权益，提高股票的内在价值。总之，公司股票符合所有值得购买的先决条件。巴菲特要做的最后一件事，就是决定公司的价值，并借此确保吉列的股价不会被无端地高估。

1990年底，吉列的股东盈余有2.75亿美元。1987年到1990年之间，股东盈余每年以16%的速度增长。尽管并不能根据这么短的时期去充分判断公司的长期成长，但仍可以做一些确定性假设。实际上，1991年，巴菲特把吉列公司与可口可乐公司进行了比较，"可口可乐公司和吉列公司同是世界上最好的两个公司，"巴菲特写道，"我们可以预料在将来一些年里它们的收入将以强劲的速度增长。"1991年初，美国政府30年期债券到期收益率为8.62%，为保守起见，我们用9%的贴现率来对吉列公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



估价。请注意巴菲特并没有在贴现率上增加投资风险补偿，这一点非常重要。和可口可乐公司一样，吉列公司收入的未来增长率有能力超过贴现率，为准确起见，应区分两个不同阶段，利用不同的收益率对公司进行估价。假设公司收入在10年内以年均15%的速度增长，10年以后再以较低的5%增长率增长，那么以9%的贴现率贴现吉列公司整个90年代的股东收益，可以算出吉列公司的内在价值大约为160亿美元。如果把吉列公司未来10年的增长率下调到12%，那么公司内在价值约为126亿美元。下调至10%则约为108亿美元。即使增长率下降到7%，公司的内在价值也至少有85亿美元。

事实上，从1984年到1990年间，吉列的平均年收益率为27%。1989年，其收益率曾高达48%。1990年，在伯克夏转换优先股为普通股之前，吉列股价上涨了28%。1991年2月，吉列的股价到达每股（未分割前）73美元，创下了历史纪录的最高点。那时，公司有9700万公众股。当伯克夏行使转换权的时候，总股份已经增加到1.09亿股，吉列股票的市场总价值达到80.3亿美元。

所以，依据对吉列成长率的假设，巴菲特把可转换优先股换成普通股时，吉列公司股票的市场价格分别是估算的内在价值的50%（按15%的增长率计算）、63%（按12%的增长率计算）和75%（按10%的增长率计算）。如果增长率为7%，吉列公司的内在价值为85亿美元，和市场价值差不多，显然，无论在何种情况下，吉列公司的股价都处于被低估状态。

1992年底，分割后的吉列的股价高达每股56美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特在吉列的6亿美元初始投资已升值到7.65亿美元，从1988年到1992年，吉列股票的市价总值增加了93亿美元。这是一段令吉列激动的日子，公司盈利16亿美元，其中5.82亿美元分配给了股东，10.11亿美元转为企业投资。当时每保留1美元的盈余，公司的市场价值就相应增加9.21美元，这个业绩大大超过了市场的平均水平。

吉列公司的剃须刀业务的迅速增长是其全球化经营战略的结果。在发展中国家，吉列公司剃刀的销售量以每年30%的速度增长。如果公司进入印度和中国市场的话，销售量也会保持同样的增长速度。在发展中国家，剃刀业务的经营利润率不像在美国那样高达40%，但也接近于20%的平均水平。吉列公司进入新市场的典型做法通常是先以利润不高的刀片打开新市场，然后逐步推出高利润的剃须刀系列。因此，公司销售量和利润率都将稳步提高，巴菲特高兴地说："投资吉列公司后，每天晚上就寝睡觉是件很愉快的事，因为我知道全世界有25亿男人会在次日早晨刮胡子。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二章 特色投资 独具一格

巴菲特的投资操作特点可以概括为三个方面：盯住企业、集中投资、长线持股。三大特色不仅是巴菲特股票投资四大定律在实践中的具体延伸，而且集中体现了巴菲特具有的高瞻远瞩的王者风范。

伟大的作家萧伯纳曾经说过这样一句话：“世故者改变自己适应这个世界，而特立独行者却坚持尝试要改变世界来适应自己。因此，所有的进步都依赖着后者来促成。”在投资界，巴菲特可以名正言顺地算是这样一位“特立独行者”。

在 80 年代以后的几十年里，无数投资者曾浮游于许多不同的投资方法之间。这些方法包括小资本法、大资本法、成长法、动态法、市盈率法、产业循环法等，实践证明它们在指导投资上是有益的。但是失效的情况也时有发生，这使他们的信奉者们常常陷入非常尴尬的境地。而巴菲特依靠他的特立独行成了例外。这也说明，在投资上要取得超常的业绩，你必须努力做到超凡脱俗、与众不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



◎ 盯住企业

巴菲特在进行股票投资时，只关注企业，并把他的大部分时间和精力用于对企业投资价值的综合分析与研判上，而对经济周期的变化及其对股市的影响却不大在意。为了避免市场情绪波动的干扰，巴菲特建议投资者应与股市保持适当的距离，更不要对股市的未来运行方向进行无谓的猜测或打赌。

买股票实质上是在投资于一家企业

人们投资股票都是为了赚钱，一是为了赚取股息红利等投资收益，二是希望通过低买高卖赚取资本的差价收益。从本质和长远角度看，无论是投资收益还是差价收益的取得，都有赖于股票发行主体——上市公司有个良好的经营业绩和日趋向好的发展势头。既然上市公司的素质状况和发展前景是决定股票投资成败的基础和前提，投资者就不应该把关注的重点滞留在股票和股票市场本身，而应把目光转向决定股票含金量大小的企业这一根本因素上来。从巴菲特的投资实践看，他的每一次投资决策都是完全建立在企业健康良好的运营和他对这一运营情况全面深入了解的基础之上。

成功的投资者购买的应当是公司而不是股票，这是巴菲特股票投资思想的精髓。基于这一思想，巴菲特在投资决定做出之前，总先要搞清三个基本问题：企业的业务是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



否简单而易于理解？它是否有一个成功的运作历史？它是否有长期良好的发展预期？巴菲特将他的大部分资金都用于他了解的部门和企业，如媒体与金融服务，他很少投资其他领域。正因为了解这些企业，他能够深入观察公司的市场表现、潜在盈利以及管理技巧，以确定他是否投资这种股票。

巴菲特收购一些他感兴趣并了解的公司。他以他的经验了解企业的管理状况，并判断企业的行为。他说："我之所以是个好的投资者，是因为我是个好的企业经营者，我之所以是一个好的经营者是因为我是一个好的投资者。"

企业的管理在其融资、运营及资本开支策略上是否合理，企业的经营业绩是否真实，并且经营目标是否尽可能扩大股东的投资回报等，这些问题在巴菲特看来都是投资者在投资之前必须了解的问题。

特别重要的是，巴菲特在每次投资之前，都要对公司的投资价值进行认真的评估。他指出，成功投资的关键在于确定一个公司的内在价值，然后以合理的价格购买。成功的机会在于好的企业被市场强行打压或好的企业的市场价格与其内在价值相比处于严重的"折价"状态。

不为经济形势所困扰

几乎每一个金融服务公司都非常注重经济预测。经济预测通常是组织管理严密的投资程序的一个组成部分。但是在巴菲特的投资实践中，他却不愿为经济预测而占用他宝贵的时间。事实上，他从来不把时间和精力花在分析宏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



观经济上，也不担心经济是稳定成长还是走向萧条，利率是上扬还是下跌，通货是膨胀还是紧缩，他只认为经济具有通货膨胀的倾向。

投资者时常以一个经济上的假设作为起点，而后在这个完美的设计中选择股票来巧妙地配合它的假设。巴菲特认为这种做法极不明智，甚至是愚蠢的。首先，如同没有人可以预测股市走向一样，任何人都不可能预测经济趋势。其次，如果选择在特殊经济环境下才会盈利的股票，你就不可避免地要进行频繁交易和投资行为。无论你是否正确预测了经济趋势，你的有价证券的价值都将根据下一阶段的经济收益而调整。巴菲特更喜欢买入那种盈利机会不受经济影响的公司的股票。1998 年，因金融危机的影响，亚洲大多数的汽水企业的产品销量都明显下降，但可口可乐趁着欧美以外的世界经济呈现不景气期间，采取保持利润，增加销量的策略，企业的销售量不仅没有减少，还出现了明显的增长。公司的管理层知道，在经济不景气时锁定产品的消费群，让他们习惯使用自己的产品，等到经济复兴时，企业就能迎来利润的回升。不景气时增加市场，复兴后增加利润，使可口可乐在经济运行的不同阶段都能保持良好的经营业绩。

事实上，无论宏观经济如何变化无常，巴菲特所投资的包括可口可乐在内的公司的盈利情况始终是不错的。花时间去寻找和买入能在所有经济环境下盈利的公司，较之“租”下一组股票更为明智，因为后者只有当对经济的猜测碰巧正确时才会有好的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



远离股票市场

巴菲特的投资方法简单得令人难以置信，他说："我们所做的事，不超出任何人的能力范围。"他认为："多做额外的工作，不一定就能得到与别人不同的结果。"而他做的只是一点，买进低于某家公司实质价值的股票，不用电脑程序，也不必研究厚厚的投资银行业务手册。

巴菲特告诫人们，股票市场是癫狂与抑郁交替发作的场所。它时而对未来的期望感到兴奋，时而又流露出不合理的沮丧。当然，这种无规律的表现为投资者创造了盈利的机会，投资者要注意的是，当杰出企业的股价跌到不合理的低价时，正是投资的天赐良机，你不应该让股市操纵你的投资行动，股票市场不是你的导师，它的存在仅仅在于使你能够买卖股票。如果投资者已经做好了准备并彻底了解自己所投资的企业，同时坚信自己对企业的了解程度比股票市场更胜一筹，那就应坚定地拒绝市场的诱惑——远离股票市场。

巴菲特的办公室里没有报告股市行情的机器，而且没有这玩意儿他似乎过得也相当不错。用巴菲特的观点看问题，如果你打算拥有一家杰出企业的股份并长期持有，但又去注意每一日股市的变动，这是不合逻辑的。你将会惊讶地发现，不去持续注意市场变化，你的投资组合反而变得更有价值。巴菲特建议做个试验，试着不要注意市价48小时，不看电脑、不对照报纸、不要看股票市场的摘要报告、不阅读市场日报。如果两天之后你所持股的公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



状况不错，试着离开股票市场 4 天，接着离开一个星期。你将会相信你的投资状况仍然健康，你所投资的公司仍然运作良好。巴菲特自己称：“在我们买了股票之后，即使休市一两年，我们也不会有任何困扰。”“当我们买下一种股票后，我们当然不会因为市场关闭一两年而担忧。即使我们拥有喜思公司或布朗鞋业公司 100％的股份，都没有必要根据每日股市行情来检查我们的资产。那么为什么要关注我们仅拥有 7％股份的可口可乐公司的股市行情呢？”巴菲特非常清楚地告诉我们，他不需要依据股票市场价格来审查伯克夏公司在普通股上的投资，这个原则同样也适用于个人投资者。“对于股票市场，你惟一要留意的一件事是：有没有人最近做了什么蠢事，让我有机会以不错的价格去购买了一家好的企业？”如果能做到这一步，那说明你已领会了巴菲特理论的精髓。

◎ 集中投资

巴菲特精通股市买卖，他认为投资者只应对自己有深入了解、数目有限的企业的股票进行集中投资。正如《旧约》所说：“一个人只在世界万物中选取两件，那么最后他就能拥有整个世界。”

广种未必薄收

“不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里”是投资者广为熟知的一句投资忠告，意思是在进行证券投资、选择投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对象时，投资者应根据实际需要和条件，把资金在各种不同的金融商品上进行合理的分配，分散投资，而不是把资金全部投在一种或极少数几种股票和债券上。投资者希望通过分散投资编织一张温暖的保护毯，避免出现将钱投在某一失败领域而产生的灾难性结果。很多人都认为，分散投资可以趋利避害，有效分散和降低投资风险。

然而，巴菲特认为，多样化投资是人们为了掩盖自己的愚蠢所采取的行为。他们缺乏足够的才能来对几个企业进行大规模投资，于是，为了弥补自己的无知与愚蠢，他们就把资金分散在许多不同的投资项目上。

被美国投资界公认为财务分析之父的格雷姆是巴菲特尊敬的老师，为了减少投资风险，防止某些企业或股票不盈利的可能性。他始终主张分散投资的操作策略，要求投资组合必须由百种以上的股票构成。格雷姆觉得，投资的性质可以由投资组合的数目来决定，但是，由于投资对象众多，事实上他不可能全面地了解他所拥有的所有企业。从这个意义上讲，分散投资本身就意味着投资的盲目，不一定对风险防范发挥正面作用。

巴菲特曾经一度采纳了格雷姆的观点，但后来发现，这种操作策略对他并不适用。巴菲特因此转向了菲利普·费歇的理论。费歇是一位杰出的投资咨询家，他从业近50年并著有两本重要著作：《普通股与不普通的利润》和《普通股通往财富之路》，两本书都深受巴菲特的喜爱。虽然费歇承认一些多元化投资是必不可少的，但多元化投资不等于使风险得到控制，集中投资虽然有风险集中的弊端，但只要把握得当，坚守一定的操作纪律，风险还是可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以控制的。费歇认为，投资者为了避免将所有的鸡蛋放在一个篮子里，而把鸡蛋分在很多不同的篮子里，最后的结果是许多篮子里装的全是破鸡蛋，而且投资者也不可能照看所有这些篮子的全部鸡蛋。费歇认为，由于许多投资者太迷信多样化投资理论，结果他们对自己所投资的企业的性质一无所知，或者知之甚少。他在 1958 年的《普通股》一书中写道："许多投资者，当然还有那些为他们提供咨询的人，从未意识到，购买自己不了解的公司的股票可能比没有充分多元化还要危险得多。"让巴菲特抛弃盲目分散投资的还有英国经济学家约翰·凯恩斯。1934 年凯恩斯在给商业同行的一封信中写道："通过撒大网捕捉更多公司的方法来降低投资风险的想法是错误的，因为你对这些公司知之甚少更无特别信心……人的知识和经验都是有限的，在某一特定的时间段里，我本人有信心投资的企业也不过二三家。"

装鸡蛋的篮子必须结实

巴菲特既没有"把鸡蛋放在一个篮子里"，也没有照抄格雷姆的投资信条而把资金分散投资在上百种投资对象上。而是在吸收费歇和凯恩斯等人投资思想的基础上，依据他个人的投资理念，独树一帜地创立了介于上述两者之间的集中资产组合的理论。

这就意味着他只持有少数企业的股票，从巴菲特的投资组合看，他的投资对象一般不超过 10 家企业，而且大部分资金集中投放在其中的 3～5 家企业上。巴菲特认为，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



只有选择的篮子结实，集中持股，才可以大大降低投资风险，才能获得长期稳定的收益。

巴菲特对于他所持股的涨跌及市场股价指数的表现的比较，可谓漠不关心。他以营业的实绩来判断股票的好坏，而不是短期的成交价格。多年来，巴菲特形成了一套他自己选择可投资公司的战略。他对公司的选择是基于一个普通常识：如果一家公司经营有方，管理者智慧超群，它的内在价值将会逐步显示在它的股价上。但这并不意味着分析公司——找出一切能够告知该公司经济价值的信息——是一件容易的事。事实上，分析公司是颇费一番工夫的。跟普通投资者不同，巴菲特不是整日把目光盯在股市的涨涨跌跌上，而是把大部分时间用于企业投资价值的分析和投资对象的选择上。巴菲特对投资者忠告：最好将注意力集中在几家公司上。他遵循的企业投资的四项原则是：

企业原则：这家企业的业务是否简单易懂？这家企业是否具有持之以恒的运作历史？这家企业是否有良好的发展前景？

管理原则：管理层是否理智？管理层对它的股东是否坦诚？能否拒绝机构跟风做法？

财务原则：注重权益回报而不是每股收益。计算“股东权益”、寻求高利润公司，公司每保留 1 美元都要确保创立 1 美元以上的市场价值。

市场原则：企业的实际价值是多少？企业的股票价格是否会被大打折扣？

巴菲特使用的分析过程包括用一整套的投资原理或基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



本原则去检验每一个投资机会。这些基本原则可以用“少就是多”简单加以总结。传统多元化投资的一个突出问题是投资者因强调“多元化”而可能买入了一些自己一无所知的股票。按照巴菲特的原理，对投资略知一二的投资者，最好将注意力集中在几家公司上——5～10家。其他坚持集中投资哲学的人则建议应更少些，3家就够了。事实上，最关键的不是具体数字，而是要了解集中投资后面的投资原理，那就是你必须对你的投资对象有充分的了解，知道区分哪些公司可以为我们带来最高的经济回报的方法。因为只有“知彼知己”，方能做到“百战不殆”。

巴菲特从自己投资的经验中得知，体质优良、经营得当的企业通常价格都较高。而一旦见到价格低廉的绩优企业，他会毫不犹豫地大量收购。而且他的收购行为完全不受经济景气及市场悲观气氛所影响。只要他相信这项投资是绝对具有吸引力的，他就会大胆购买。巴菲特的这种集中投资的策略，使他获益甚丰。在伯克夏公司1991年的年度报告中，巴菲特对这种投资策略做了更进一步的解释。他引用了凯恩斯的话：“随着年岁增长，我越来越相信，正确的投资方式是把大量的资金，投入到那些你了解，而且对其经营深具信心的企业。有人把资金分散在一些他们所知有限、又缺乏任何买点的企业上，以为可以以此降低风险。这样的观点其实是错误的……每个人的知识和经验毕竟是有限的，而我也很少能够同时在市场上发现两家或三家以上可以深具信心的企业。”巴菲特的这种高度集中的投资策略，使他获得了丰厚的投资收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



◎　以静制动

很多投资者频繁更换所持有的股票，这样做不仅会加大出错的概率，而且要损失大量的手续费。而那些坚持耐心持币和一旦买入便一路持有的投资者一般都具有很高的成功率。巴菲特就是这方面成功的典型。

按兵不动　瞅准机会

由于巴菲特对他的投资对象企业在业务特征、经营历史、发展前景、财务状况和管理水平等方面制定了一整套严格务实的标准，“入围”的门坎很高，事实上只有少数企业符合他的选择标准。即使某家企业在上述几方面“有幸”达标，他还要根据自己对企业的价值评估，等企业股票的市场价格降到其内在价值的一定比例后，他才果断出击，大举建仓。如果一时没有有利可图的投资机会，他就按兵不动，持币观望，虽然巴菲特在股票投资上硕果累累，但在他的投资生涯中，实际的投资决策屈指可数，大部分时间都是在潜心研究、耐心等待。他在股票投资上所取得的巨大成就，多半要归功于他的这种“以静制动”的自控能力。

巴菲特曾经指出：“投资人总想要买进太多的股票，却不愿意耐心等待一家真正值得投资的好公司。每天抢进抢出不是聪明的方法。——近乎怠惰地按兵不动，正是我一贯的投资风格。”他曾打过一个比方：“投资人应该假设

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



自己手中只有一张可以打20个洞的投资决策卡，每次投资，就在卡片上打一个洞。相应地，能够做投资决定的次数也就减少了一次。”

在股票市场上，由于股票价格的涨涨跌跌，终日盯着股票行情的投资者，他们的心情一般也会与股价的涨跌一道起起伏伏。股价涨了，他们对股价的心理预期往往也水涨船高，头脑发热就会使人失去理智，草率决策，仓促买进，或是越涨越买。结果不是被高位套牢，就是在低位割肉斩仓。一年到头运气好一点的赚了点零星小利，运气不好的多半是亏损累累。

巴菲特很早就明确了购买股票与跟随市场走势进行投机的本质区别。购买股票需要专门的会计与数学技能，而掌握市场波动则需要投资者控制他们的情绪。巴菲特在其投资生涯中，一直能够使自己置身于股票市场的情绪冲动之外。正因为他坚持远离市场，专心致力于企业基本面的研究，才使他有效地回避了市场每日涨跌带来的情绪困扰，才保证了他每次投资决策的从容和理性。

坚持长线投资

长线投资是巴菲特多年来一直坚持的投资策略，他于上个世纪70年代买入的华盛顿邮报公司、CEICO企业、首都/美国广播公司、可口可乐公司等大型企业至今仍重仓持有。他之所以能做到长期持股，和他长期倡导的投资理念和操作策略密不可分。

首先，这种长期投资源于他一贯倡导的“买股票不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



买市场而是买企业”的投资理念。在巴菲特的投资哲学里，最明显的特色是他清楚地了解到，拥有股份就是拥有那家公司，而不只是拥有一张股票。他最相信格雷姆的一句话：“最聪明的投资方式，就是把自己当成股份公司的老板。”巴菲特认为“这是有史以来关于投资理财最重要的一句话”。由于他把自己看成是企业的老板，而不仅仅是股票票面的持有者，这样在买入一家公司的股票后，能使他总是站在企业角度，而不是股市行情分析者的角度来审视公司股票的投资价值。不论股市如何跌宕起伏、扑朔迷离，只要公司本身经营状况没有发生劣变，公司的投资价值一如既往，那么，他对所购股票的投资操作选择只有一个：一路持有。

其次，是由于巴菲特特有的投资介入方式。巴菲特总是在他所了解的优质企业的股价被严重低估时，即跌到其内在价值以内的安全边界时才会买入，而卖出自然要等到股票价格重新升至其内在价值以上。一般来说，股票价格从被严重低估恢复到正常水平往往要经历很长的时间。事实上，巴菲特投资的公司质地一般都是非常优良，常常在公司股价上升，投资价值被挖掘的过程中，公司的内在价值也在不断提高。公司内在价值与股票价格的良性互动，为巴菲特长线持股提供了扎实的微观基础和增值空间。巴菲特曾经玩笑戏称，即使美联储主席格林斯潘对他悄悄耳语“将降息或提息”，他也绝对不会动摇而改变他的基本投资经验，体现了巴菲特高度的自信和顽强精神以及高瞻远瞩、宁静致远的精神境界。

再次，是由于他特有的集中投资组合方式。巴菲特反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对实行盲目的多样化投资组合，主张对少数自己所了解的具有长期投资价值的股票进行集中投资。而这种对质优企业的集中投资必然会引发长线投资。如果人们问巴菲特持股的最理想期限，他会说“永远”，只要企业仍然产生高于平均的经济效益，而且管理层仍以理智的态度分配公司的收益，这个股票就要继续持有。他解释说：“按兵不动是聪明的策略。我们不会，其他多数企业券商也不会由于联邦储蓄的贴现利率的小小改变，或由于华尔街的某位权威人士改变了对市场的看法就疯狂地抛售非常有利可图的企业股票。我们占据着只有少数人才拥有的最优秀企业的股票，既然如此我们为什么要改变战术呢?”

如果你拥有的是一家很差的企业，你应该将它出手，因为丢弃它，你才能在未来拥有更上乘的企业。但如果你拥有的是一家优秀企业，千万不要把它出售。巴菲特解释说：“如果实施得当，一项低周转率投资战略应该产生的结果是拥有少数几种证券，但这几种证券却代表他整个投资的大部分比例。这就相当于购买几位杰出的大学篮球明星的未来收益股权的 20%，他们当中有些人会继续成为NBA 明星，而从他们身上获取的收益将很快占据所收取会费来源的绝大部分。如果某些人建议让投资者卖掉他最成功的投资，理由是他们占据整体投资比例过大，这就相当于让公牛队卖掉迈克尔·乔丹，因为他对公牛队的作用太过重要。”

这种如同旱獭般行动迟缓的证券管理策略，表面看起来古怪离奇，特别是对于那些习惯于经常性进行积极动态买卖的人尤为如此。但是我们还要指出，这样做除了能增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



加高于平均水平的资本以外，还有其他两项经济利益值得注意：

（1）它起到降低交易成本的作用。因为你可以省掉大量的换手交易，从而避免交易过程中烦琐的中间环节，这节省了你宝贵的时间，在这些时间你完全可以做别的赚钱的事，当然中间费用也大大减少了。

（2）它增加税后利润。这主要包括交易中的印花税和每笔交易完成后的结算所得税赋。

每项经济利益都是很有价值的，二者相加其好处更是无可比拟。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三章　幸运之神为何衷情巴菲特

巴菲特作为伯克夏公司的主席，他今天拥有大约120亿美元的财富并成为世界最大的富翁之一的事实，应该首先归功于他的投资天赋和后天的勤奋。但促使他走向成功的更为关键的因素应该是他那平和的投资心态、独特的操作理念和对投资纪律严格遵守所表现出的独立、刚毅和韧性。

◎　个人魅力

巴菲特是个极富个性的股票投资人，他的投资哲学和操作特点与普通人相比，很多方面是“人有我无，人无我有”。这种个性化的投资理念与方法的形成很大程度上要归功于他在才智、性格等方面表现出来的独特魅力。

聪明好学　才智过人

股市是个斗智斗勇的竞技场所，在这里要想成为赢家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而不被别人吃掉，光有资金是远远不够的，关键是要有出色的才华和智慧。巴菲特 1956 年初入股市，资本只有区区 100 美元，但迄今他的个人财富已超过了 120 亿美元，一定程度上讲，是他过人的才智铸造了今天的辉煌业绩。

美国著名的投资分析家约翰·穆迪曾经说过，同千千万万与他们具有同等能力、同等勇气和同等智力的人相比，他们成功的真正原因在于：他们在早年都具有对当时正在发生的特定的重要事物的特殊领悟。

早在少年时代，巴菲特对做生意就表现出少有的兴趣和悟性。他的祖父和父亲都曾是从事杂货零售小生意的，这样，巴菲特从小就在商品生意的氛围中受到熏陶，耳濡目染，使他少年时期，就懂得做生意是一项低进高出的流通活动，并从家庭的经营中学会了怎么推销产品，从中赚取利润。

当他刚 8 岁那年，他就开始学着自己赚钱，他从家里的杂货铺买来可口可乐，然后转卖给邻近的小孩或大人，每罐从中赚 5 美分。大约过了一年多，他已经成了远近闻名的儿童老板。也是在这个时候，他开始阅读父亲收藏的股市方面的书籍，而且读得很投入，那些奇怪的数字就像彩色的童话故事一样，令他陶醉。连他都莫名其妙自己为什么会对那些数字如此痴迷。他 11 岁就开始在股市上小试牛刀，购买了城市服务特别股，并取得成功。

巴菲特中学毕业后，进入内布拉斯加州大学学习企业投资管理。大学期间，他强烈地意识到知识的重要性，对专业理论发生了极大的兴趣。他发愤苦读，时常到了废寝忘食的忘我境界。4 年后，他熟练掌握了企业管理、财务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分析等企业微观分析操作理论和实务。大学毕业后他又只身来到美国哥伦比亚大学商学研究所求学，直接受教于他敬仰已久的格雷姆教授。这时，巴菲特年仅 20 岁。在跟随格雷姆学习期间，他认真汲取格雷姆学说的精髓——企业价值的重要性，并从老师身上学到了最宝贵的东西，那就是理性，不轻易说“不”。为他日后进行理性投资奠定了扎实的思想基础。

巴菲特在哥伦比亚大学顺利取得了经济学硕士学位，这时他已学有所成，但是立志大干一番的他，没有像其他青年那样沉醉于娱乐消遣，而是继续争分夺秒地研究学习，他忙完每天的在职工作后，便全身心地阅读各种金融书籍。他经常跑到内布拉斯加州府林肯市的图书馆，翻阅各种保险业的广告及统计资料。那些日子，他不但学到了许多保险实际业务知识，还了解到美国保险业的发展情况，并且发现了美国保险业中存在的许多未被人们注意的数据，为他以后拓展这方面的业务提供了依据。

勤学苦读，博闻强记让巴菲特在知识的海洋吸足了营养，充实了大脑，使他在充满惊涛骇浪的股海中始终能够镇定自若，处变不惊，以他的超人的才能和理性，在普通人看来“风险莫测”的股票市场取得了一次又一次的成功。

独具慧眼 “险”中取胜

巴菲特是个精明的投资者，透过平淡看到神奇，使他在别人不经意中创造了一个又一个成功的投资案例。他总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是能够在整个华尔街都厌恶某个企业，或者完全不把它放在眼中的时候，看到它所具有的潜力，进而采取收购行动。当巴菲特在80年代购买通用动力的股票时，大部分华尔街的投资人都觉得这些交易极缺乏吸引力。

美国通用动力是美国核潜艇的主要设计者、建造者以及装甲车辆的制造者，曾是仅次于美国麦道的美国国防承包者。但是，1990年柏林墙倒塌、苏联解体使美国的国防工业出现了严重的产能过剩。通用因此面临严峻的生存危机。国防工业的日趋萎缩为通用的发展蒙上了一层阴影。当时通用只有少得可怜的收益，股东权益收益率也处于中下水平。在一般人看来，通用的发展似乎走到了尽头。1991年1月通用的股价降至十年最低点，每股只有19美元。

在迷雾重重之际，巴菲特却以他那理性的眼光看到了通用良好的发展前景。1991年1月，威廉·安德斯临危受命，就任通用总经理。安德斯才华出众，胆识过人。他上任不久，就积极投身于企业改革。先是在节流上大做文章，他一次性削减了10亿美元的资本支出和研究经费，并执行以公司股价表现为基础的管理人员酬薪制度。接着，面对国防预算缩减导致的企业产能过剩，安德斯在保持优势产品生产的同时，对企业在资产和业务上大刀阔斧进行“消肿”，从1991年11月起，仅用了不到半年的时间，就把旗下的三家非核心企业——资料系统公司、赛斯那航空公司和飞弹企业先后转让，为企业增加了12.5亿美元的现金收入。新任经理的大胆举动引来了包括巴菲特在内的华尔街投资人的注目，通用的股价在1991年上扬

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了112%。

在对企业多余现金的使用上，安德斯先是用于满足企业流动资产的需要，其次是降低负债以确保财务实力。由于需求缩减，扩张规模难以获得预期的收益，本着对股东极为负责的精神，安德斯用余下的公司盈余现金进行股份回购，还利于民。1992年7月公司以每股65.37美元到72.25美元的价格，回购了1320万股流通股份，占发行在外的流通股的30%。经营者这种不遗余力想方设法维护股东权益的做法和精神使巴菲特更坚定了对企业发展前景的信心。1992年7月巴菲特通过伯克夏的保险子公司以每股72美元的价格购买了通用430万股股份。之后，巴菲特打电话给安德斯，对他的经营策略大加赞赏，并告诉安德斯，他买通用的股票是因为想投资。两个月后，巴菲特宣布，只要安德斯保有公司的总经理职务，通用动力的董事会将拥有伯克夏股权所代表的表决权。巴菲特的激励使安德斯大受鼓舞。

巴菲特投资通用获得了丰厚回报，从1992年7月至1993年底，仅一年多的时间，巴菲特投资通用的股票每股获得了2.6美元的普通股股利和50美元的平均的特别股利。不仅如此，其间通用的股价还上升至103美元。

巴菲特对企业的投资多半是在企业的经营因受外界影响暂时陷入困境时，通过审时度势而大胆介入的。购买通用是这样，投资可口可乐、吉列、华盛顿邮报等公司的股票时也是如此。他极善于把握投资机遇，而且从不犹豫。他看好的行情往往会令其他投资人深感疑惑，不可思议，而事实证明，巴菲特的独具慧眼，另辟新径的投资策略是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有其道理的，他之所以成功，也就在于他与众不同的投资思维模式，加上理性看待市场。

巴菲特说："当人们对一些大环境的忧虑升到最高点时，事实上也就是我们做成最佳交易的时机。恐惧是追赶流行者的大敌，却是看重基本面的财经分析者的密友。""在伯克夏，我们喜欢收购或投资的资本方案，是该年未赚分文，但却有前途，预期未来的股东报酬率可能达到20%的企业。"有人认为，这是巴菲特因为财大气粗而故弄玄虚，但事实上，巴菲特正是这么做的，而且做得相当漂亮。巴菲特也承认自己有过恐惧和压力，但他很快就会改变思路，将恐惧和压力变成了信心和动力，从而在别人惴惴不安时他显得镇静自如，做出了别人望尘莫及的交易。

平稳获利　知足常乐

谈起巴菲特在股票市场上的成功，很多人钦佩至极，推崇有加。但是如果我们奉劝投资者，把每年的投资收益率定在 20%～30%，他们中的许多人恐怕会不以为然：这个目标太过于保守了！但有谁知道，1965 年以来，巴菲特控股的伯克夏投资公司年收益率只有 23.8%！确实，对于那些希望一夜暴富的投资者来讲，23.8%的年收益率实在太低了。但是正是每年这 23.8%的收益率把巴菲特一步步推向了成功的顶峰。那么这其中到底有什么奥秘呢？

这里向投资者提一个简单的数学问题，如果今天你拿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出1元钱来投资，每天盈利100%，也就是说第二天变成2元钱，第三天就是4元，按照这样的速度增长，一个月后，这1元钱能变成多少？1千？1万？还是百万或千万？回答都不对。正确的答案是：10亿，也就是10万万！听起来简直是魔术一般，但仔细算算，结论就是这样。当然，要找到一天报酬率100%的投资对象是不可能的，但是这多少也道出了复利的巨大威力。也正是这个复利的巨大威力，使巴菲特的财富能以年均23.8%的收益率，逐年累进超过百亿！

在巴菲特与人合伙的早期阶段，他一直热衷于在信函和便笺上向合伙人解释金钱复利起来的价值，这主要是因为复利是世界的奇迹之一，而巴菲特淋漓尽致地将它的作用发挥到极限，使自己的投资利润以极高的比率增长。他之所以能以人们看来平常的年收益率累计成为今天的巨富，秘诀就在于获取不征收个人收入所得税的较高的以复利计算的年收益率。

下面就让我们看看10万美元在10年、20年、30年以后按免税复利率6%、10%、25%的终值。

表3-1　不同复利条件下的终值

本金(美元)	复利率(%)	终值(10年)	终值(20年)	终值(30年)
100000	6	179080	320710	574350
100000	10	259370	675750	1744940
100000	25	931320	8673620	80779360

表中数据告诉我们，10年以后，10万美元按复利率10%计算的终值为259 370美元；如果利率提高到25%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



那么 10 年后就变成了 931 320 美元；20 年后为 8 673 620 美元；如果是 30 年，则按 25% 的复利 10 万美元变成了 80 779 360 美元——一个大得多的数目，着实让人吃惊！6% 与 10% 较小的差别竟可以对你的收益产生巨大的影响。

复利率的一些细微差别在经过很长一段时间后就会产生令人吃惊的区别。10 万美元按复利率 6%，30 年后为 574 350 美元。如果利率提高到 10%，30 年后 10 万美元则变为 1 744 940 美元。再提高到 25%，10 万美元就变成了 80 779 360 美元。

这就是 10 万美元 30 年后在复利率 6%、10%、25% 情况下的终值。

巴菲特力图寻找经过可能的最长一段时间获得尽可能高的复利收益率。巴菲特使伯克夏的净值按年复利23.8% 的速度增长了近 32 年，理性地讲，这实在是个奇迹。理解巴菲特的个人财富迅速增长的关键就在于复利的概念，但是一旦人们理解了复利，对这个问题的理解也就变得非常简单。但不知为什么它在投资理论中的重要性总是被忽视或低估。现在让我们再仔细探讨一下这个问题。

首先，投资者必须把复利收益率与通常公司债券等的收益率区别开来。一般说来，债券的面值是固定的，在美国债券的面值通常是 1000 美元。如果某公司发行的债券面值为 1000 美元，年利率 8%，期限 5 年。投资者买入这样的一张债券，每年年末可收到 80 美元的利息，第 5 年年末收回本金 1000 美元。这样 5 年的时间投资者共收到利息 400 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从税收的角度看，投资者每次收到 80 元的利息时，都应该交纳个人收入所得税，如果投资者的其他收入很高，也许税率会达到很高水平，比如为 31%，那么投资者的年税后利润就只有 55.20 美元，那么 5 年内投资者税后共收到的利息收入是 276 美元。

现在，如果这家公司不把年利息付给投资者，而是把每年的利息加到投资者最初的本金上生息，这样利滚利不断地持续下去，投资者的收入较前面每年付息一次的做法要增加许多，而且由于不将利息发放给投资者，平时也不用纳税，只有在 5 年末公司将本金和利息一起偿付给投资者时，投资者才一次性地纳税。因此，如果这家公司将第 1 年的利息 80 元保存在公司，并计入投资者的本金，那么第二年年初投资者的本金就变成了 1080 美元。第 2 年公司必须对这 1080 美元按 8%付息，那就是 86 美元，再把这 86 美元加到最初的 1080 美元上，第 3 年年初本金就变成了 1166 美元。这样不断地持续下去，一直到第 5 年年末。

在第 5 年年末债券到期时，投资者共会收到1469.31 美元，这意味着公司不仅返还了 1000 美元的债券本金，还有 469.31 美元的按复利计算的利息。投资者必须对这 469.31 美元收入付个人所得税，税率为 31%，这样税后收入就会减至 323.82 美元。如果没有税收，那么投资者 5 年内的年复利收益率为 8%。

但是税务部门早就洞察这一逃税伎俩，他们会在每年末向投资者寄上税单，尽管投资者当时并未实际收到利息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



但是巴菲特发现税务官们忽略了一个重要因素。在巴菲特看来，购买公司的普通股同购买债券一样。股票是一种权益，它同债券的惟一区别就在于其收益不是固定的，要随公司的经营情况变化而变化。税务官们忽略了，如果普通股的利润不以红利形式分发，那么就不需要缴纳个人所得税。因为像各种投资统计上登出来的公司净利润都是公司纳税以后的利润，如果不以红利形式派发是不需要再纳税的。而一旦以红利形式发给股东，股东就必须对这些红利支付个人所得税。例如，假如通用公司税后净利润为每股 10 美元，如果它将这 10 美元派发给股东，那么股东必须就这 10 美元缴纳个人所得税，税率比如为 30%，这样税后收益就变成了 7 美元。但是如果通用公司把这 10 美元留存在公司内部而不向股东派发，那么股东的钱就能在公司内部以复利形式不断地增长下去。

巴菲特知道投资于公司债券和国库券所获的收益必须缴纳个人所得税。这样，如果这些债券的收益率为 8%，那么税后利润大约只有 5.5%左右。巴菲特对那些每股利润很高并且持续上涨的公司很感兴趣，这就意味着他购买的股票能获取不断上涨的收益率。如果公司不向巴菲特派发股利，而是把利润留在公司，那么巴菲特的财富就不会因纳税而“渗”出，除非他把股票卖掉。

留在公司内部的盈余会按公司再投资的利润率不断增长，而且还不用缴纳个人所得税，这对股东显然是非常有利的。巴菲特的投资目的就是在尽可能长的时期内获取最高的复利收益率。

前面我们已经说过，过去 32 年里伯克夏公司的年复

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



利收益率达到23.8%。因此，如果80年代初期你能以账面价值购买该公司的股票，那现在每年你就可以大约获得23%的收益率，当然，为了避免交纳个人所得税，公司会把这23%的利润留在企业内部而不向股东派发，对股东来讲，这样做好处不仅体现在可以获得更多的复利收益，而且可以带动股价上涨。伯克夏的股价从1982年的500美元涨到了1997年的48600美元。其中的一个重要原因就是巴菲特对企业盈利实行了全部“封存”的政策，公司股票的含金量因此获得了快速增加，从而推动了公司股票价格的上涨。

假设你投资1000元购买10年期的证券，预计可获得23%的年复利收益率，那么第10年你的投资将达到7925元，其中利润为6925元，扣除20%（假如税率为20%）的投资所得税，税后利润为5540元，这样10年内每年复利收益率为20.65%（一笔10万美元的投资按年复利收益率20.65%，10年后为653 541美元，如果时间延长至30年，那么10万美元将变成27 913 853美元）。如果投资于普通的公司债券，要想使税后复利收益率达到20.65%,那么债券的年利率必须达到29.94%。

如果现在有一种AAA级公司的10年期债券，年收益率达到29.94%，巴菲特会买吗？回答是：一定会！实际上，他会尽其所能购买。因为这相当于80年代初期投资于伯克夏公司。实际上，华尔街上的人都可以这么做，但实际上真正能这样做的人只有极少数。

现在投资者应该明白了复利在个人财富增值上的神奇作用，也会知道巴菲特个人资本在23.8%看似并不太高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的年收益率下奇迹般膨胀的真正原因。俗话说，知足常乐，深谙复利作用的巴菲特，面对23.8%的年收益率，他能不心满意足吗？

也正是这种知足常乐的投资心态，使巴菲特长期以来在投资操作上始终是不急不躁，沉着冷静，也正因为这样，使他的投资目光总是比别人更加宽厚深远，不管市场多么扑朔迷离，他总能镇定自若，在普通投资人因恐惧而处于慌乱之际，抓住最难得最宝贵的投资机遇。

廉洁自律　宁静致远

从1965年至1996年，由巴菲特经营的伯克夏公司的账面利润上升了3000倍，同期的道·琼斯工业平均指数只上升了5倍，即从1000点上升到5000点左右，在这期间，它的账面利润的增长有28年超过标准普尔500家股票指数。巴菲特和伯克夏现在拥有数家全世界最具实力的企业，包括可口可乐公司8%的股份，价值约90亿美元。巴菲特通过伯克夏建立了一个让任何人都不敢梦想的金融帝国。辉煌成就的取得不仅是巴菲特科学苦心经营的结晶，同时还与他个人特有的人格魅力息息相关。

有人说，如果巴菲特向伯克夏的股东们开口要1000万美元的年薪，股东们想必不会反对，但在过去的15年里，他始终只拿10万美元，使他成为实力雄厚的公司中年薪最低的总裁，从而也成为地球上最物有所值的投资管理者。巴菲特以低于10美分一股的报酬为股东们服务。

巴菲特没有用股东们的钱为自己树碑立传。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特没有为自己建造巴菲特大楼、巴菲特广场、巴菲特机场或巴菲特大街。

巴菲特没有为伯克夏股票大吹大擂。相反，他总是低调处理公司历史上取得过的良好业绩，不断地告诫股东们，来年的收益或许不如今年。

巴菲特不用拆股来做表面文章。对他来说，这无非是把一张 10 美元的票子拆成 10 张 1 美元的票子，毫无意义。

伯克夏公司没有自己的广告语，而它现在已是世界上最大、最具金融实力的公司之一。

巴菲特要求经营者必须对股东坦诚务实，他不仅要求别人这样，自己更是身体力行，堪称这方面的杰出代表。只要你读过伯克夏年度报告，你就会发现，商界里没有一家的年度报告可与之媲美，堪称是一本权威性金融著作，里面包括巴菲特著名的致股东们的信，是一份总结一年经营状况的光辉文献。

报告里有幽默，有根据实情做出的判断，有对商界和人性的洞察，有对伯克夏所属不同的企业管理人员的高度赞扬。巴菲特以其出色的文字表现力，在年度报告中对伯克夏在一些主要的美国企业中拥有的重要资产、巨额利润做出评价——许多领域的利润都超过 10 亿美元。公司资产中包括可口可乐、吉列、美国运通信用卡、迪斯尼、麦当劳以及韦尔斯法戈，这些都是不同凡响的品牌。

伯克夏公司的年会也是独一无二的。每年春天，世界各地的股东们汇集到奥马哈——伯克夏的总部所在地。巴菲特用 5～10 分钟的时间简单介绍公司经营状况，然后用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



几个小时回答各种提问。

“伯克夏公司的年会休会。”几乎刚刚开始他就这样宣布。

“有问题吗?”当然有问题——通常需要3个小时!

一般说来，巴菲特在大部分时间里都是个自我避嫌的人，倾向于不事炫耀、自我节制的生活方式，他把他的原则形容为“简单、守旧和寡欲”。

巴菲特始终过着量入为出的生活。

他始终坚持最低程度的经营成本，手头拥有大量现金，“少负或不负债，适中最好”。

比如，直到他快30岁，即将成为百万富翁时，他才“挥霍”了一下，为合伙公司添置了一台价值295美元的IBM打字机。

“他老是说他不需要这么好的打字机。”奥马哈共同基金投资公司的副总裁、曾为IBM做了30年销售员的威廉·奥康纳回忆说。奥康纳年轻时，拼命向巴菲特推销打字机。“这是IBM标准型的电子打字机。他宁愿买标准型的，而不愿多花些钱买高级的。”

一向节俭的巴菲特现在已拥有170亿美元的净资产，偶尔也会咬咬牙奢侈一下，比如给自己增添几个房间，包括一个手球场。

在他的车库里和屋门口，他藏着一箱箱的樱桃可乐，他爱喝樱桃可乐是出了名的。他亲自购买可乐——12听一箱，每次一买就是50箱，折扣打得很大，还可以少跑几次商店。

巴菲特每喝一听可口，都想着尽量节约一分钱，他的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这种习惯为伯克夏的经营方针定下了基调。

巴菲特坐在他简陋的写字楼里指挥公司的营运——和他坐镇洛杉矶的生意搭档查尔斯·芒格遥相呼应——他是一个金融帝国的神经中枢，其触角和影响遍及国内外。

通常当一家一流的企业受到暂时的诋毁、误解，从而人心惶惶时，巴菲特便出手投资这家企业。政府雇员保险公司（GEICO）就是一个例子。70 年代中期，GEICO 濒临破产，就在这时巴菲特买进了该公司大量股份，后来这笔投资升值了约 40 倍，现在巴菲特已经拥有了整个 GEICO。

巴菲特是力主简单行事，保持头脑清醒的典范——或许还是这方面的天才。崇尚理性和根据常理判断事物（这正是他的过人之处）是他的指路明灯。比如，他购买可口可乐股票的理由有很多，但最主要的一条就是全世界的人都会渴，而历史的经验证明，人们一旦喝上了可口可乐，就会欲罢不能。

他用五个字形容他的工作性质："我分派资金。"他用一句话来解释这五个字："我的工作就是要弄清与什么人一起、以什么样的价格、投资什么样的企业。"

巴菲特长年生活在美国的中部地区，这是一个以牛排和玉米、和平与安静著名的地区，巴菲特把他的大部分时间都用在思考和阅读上。巴菲特说："我们每天都在阅读。基本上就是这么回事。"他还总爱说："我们喜欢以合理的价格收购一流的企业。"巴菲特购买完全为私人拥有的企业时，往往喜欢买断，而对公有企业，他往往只参股其中的部分股权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特不做的事情和他做的事情一样重要。他不做程序控制交易（虽然伯克夏的投资对象所罗门公司是这样做的）。他不因某公司的季度收益上升就仓促下注。他不威胁人，不参与抱有敌意的收购。他不愿以债务、大声的谈话或凶狠的批评强人所难。

以巴菲特的观点来看，赚钱的秘密不在于不要冒险，而是要避免风险。他说："遇到恶龙，我们不试图取而杀之，而是避而远之。"

他把投资看成是打篮球时的投篮，而且是篮下单手跳投，打板入筐。他把钱投入他认为靠得住的地方，然后就捂在手里，经过牛市和熊市，跨过每年的春夏秋冬。

巴菲特在远离华尔街疯狂的人群处经营他的伯克夏公司。1993 年 10 月 8 日的《福布斯》400 强将巴菲特列为美国最富有的人，资产为 83 亿美元。1994 年，据《福布斯》的评估，巴菲特以 92 亿美元的资产仅次于比尔·盖茨的 93.5 亿美元，降为第二。

1994 年 10 月 10 日，巴菲特在位于林肯市的内布拉斯加大学发表演讲时说："盖茨之所以成为第一，惟一的原因是他们将他的房子也算了进去。"1995 年，《福布斯》发现盖茨再次以 148 亿美元成为首富，而巴菲特以 118 亿美元屈居第二。但那时伯克夏正如日中天，而微软则已现颓势，因此，他俩几乎是不相上下。

1996 年 2 月 28 日，一家叫做《今日美国》的报纸将巴菲特的净资产评估为 166 亿美元，而盖茨为 141 亿。其根据是巴菲特拥有 497202 股伯克夏的股票，当时每股价值 34700 美元，而盖茨拥有 1.412 亿股微软的股票，每股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



价值约为 100 美元。该报宣布巴菲特为世界最富有的商人，拥护巴菲特的股东为此也欢欣鼓舞。

假如真的像人们所说的，巴菲特的个人净资产为 170 亿美元（有人将发现这个数字非常保守），那么结合他的个人负债情况，我们发现，他的资产至少应为 170 亿美元。他惟一的债务，是 1971 年为购买一套三室两厅的别墅时以抵押借款的方式借得的 7 万美元，房子坐落在加利福尼亚州埃默拉尔德贝的拉古纳海滩，正面是辽阔无比的太平洋，位置极为优越。巴菲特常在圣诞节去那里度假。当时房子的估价为 18.5 万美元，而他的出价仅为 15 万美元。

由于利息很低，这 7 万美元债务他一直没还，这意味着每 1 万美元的债务他至少有 20 亿美元的资产相对应。巴菲特的资产与债务的比例清楚地说明了他在做投资时追求的信条："安全边际"。

80 年代后期，金融界的伊万·博斯基斯和迈克尔·来尔肯斯利用内部情报、大量债务、威胁与欺骗等手段，极尽与证券法规相抵触之能事。巴菲特的朋友、奥马哈的美国第一资本联合公司董事长远克今·扬尼这样形容那个时期："华尔街的贪婪到了利令智昏的地步。"

在那个疯狂的时期，巴菲特正在忙于经营诸如《世界图书》百科，西伊糖果公司和《布法罗新闻》等企业，购买可口可乐股票。

除了财富之外，巴菲特在投资方面的见解在全美最具影响，可以称得上是一言九鼎。1998 年 6 月 9 日，在纽约的证券交易所的交易大厅，一些股票出现了不同寻常的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



行情，交易行为活跃的原因，在于当天早晨证券交易委员会公布的一张表格，表格上用了一个简单的标题“13F”，标题下的签名是沃沦·巴菲特。他用这张纸条通报监督人员，他购买了几家公司的巨额股票。

巴菲特一开口讲话，全球的投资者都会屏息静听，许多投资者认为，这位美国投资界传奇人物的意见能变成现金。

问题是，这位绰号为“奥马哈的预言家”的 70 多岁的老人通常一年只发表一次意见。近 30 年来，巴菲特每年 3 月都向伯克夏公司的股东们发表一封公开信，在其余时间里，巴菲特的追随者们拼命寻找他们偶像的投资决策的依据。不过，正如纽约耶希瓦大学的劳·坎宁安教授，这位多年研究巴菲特的专家说：“关于巴菲特在做什么的猜测时对时错，但是无论如何这种猜测都是愚蠢的。”

对于所有追求财富的人，他有两条基本忠告：

（1）千万不要输钱。

（2）千万不要忘记规则 1。

巴菲特始终保持谦逊的、大智若愚的本色。有一次，伯克夏的一位股东知道他喜欢打桥牌，就送给他一盒奥马尔·沙立夫关于桥牌技巧的讲课录音带。巴菲特给这位股东写了一张便条，在表示感谢之后说：“如果我一直听这盒录音带，有朝一日我的牌技会像奥马尔·沙立夫一样高超吗?”

有一次，在他准备向内布拉斯加大学的同学们演讲之前，有人问他：“你在这里需要特别的安全保卫吗?”他答道：“我根本不需要安全保卫，只是请听众不要把任何软

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



核水果带进来。”

巴菲特以其有效投资的科学方法，聚沙成塔地建立起三A级的最高声誉，如今他身为世界超级富豪之一，这种声誉发展到了神话般的程度。

他过着极其独立、忙碌而充满创造性的生活。他一生中所赚的钱99%以上将“回归社会”。

他曾经许诺，等他离开这个尘世，进入投资者的天堂时，他会继续保持与投资者的接触。他曾对作家亚当·史密斯说：“只要活着，我就看见自己在经营伯克夏，死后就在降神会上为它工作。”他对自己所从事的投资事业的执着与酷爱真是无人相比。

◎ 仙人指路

巴菲特的成功，与格雷姆和费歇两位投资界智者息息相关。如果说格雷姆给予了巴菲特的思考基础，即安全边际，并且协助巴菲特学习并掌握自己的情绪，理性地面对股市涨涨跌跌，抓住机遇从中获利，那么费歇则给了巴菲特最新的、可行的方法学，使他能够准确地判断出较好的长期投资，获取更加丰厚的利润。

要想全面了解巴菲特的学习过程，最好是先综合地研究格雷姆和费歇，这两位具有传奇色彩的人物的投资哲学。连巴菲特都用爱戴的口吻评价自己，有15%像费歇，85%像格雷姆。可见，格雷姆和费歇对巴菲特的一生有着极其重要的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投 资 要 义

巴菲特在投资股票时一直坚持理性投资，一般不进行短期的投机性炒作，他的这种投资理念是他师从格雷姆的重要收获。

格雷姆被公认为财务分析之父，他之所以被授予这个荣誉，是因为在他之前还没有财务分析这项专业，格雷姆以自己的实践完成了投资学中这门集理论与实务为一体的学科，在商业史上迈出了具有跨时代意义的重要一步。而巴菲特则是运用格雷姆学说而获得伟大成功的佼佼者。在1928年到1956年的28年的时间里，格雷姆在哥伦比亚大学教授财务课程，很少有人知道他的财务曾被1929年的股市大崩盘所拖垮。但是格兰姆经受了这次打击，他通过这次大崩盘获得许多启示和思考，于是与同伴大卫·陶德教授共同完成了一份关于稳定投资策略的完整论文，即《有价证券分析》。作为这部书的精华，作者指出：经过认真选择，而且分散风险，价格合理的普通股投资组合，才有可能是聪明的投资。

格雷姆发现，在经营领域还没有一个单一而被广泛认可的投资定义。他认为购买高风险的债券，不能因为它是债券，就当成一项投资。如果股票的每股价格小于其流动资产净额，也不能只因为它是股票，而被看做投机。不管是债券，还是股票，格雷姆认为，决定用借款购买有价证券，并希望在短期内获得利润，那么这样做就是投机。

于是，格雷姆表示，不能以交易的对象来断定交易的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



性质是投资还是投机。针对这一问题的复杂性，格雷姆提出自己的定义：投资就是在经过完整的分析研究之后，认为能确保本金的安全，而且能获得较好的报酬。不符合这些要求的操作便属于投机。按着他的投资定义，一个人在进行完整的财务分析后，如果能依照合理的逻辑，提出可接受的报酬率，同时不危及本金的安全，就是个真正的投资者，而不是投机客。

格雷姆的另一个发现，是在区别投资与投机之后，建立了一套有效的投资理论。

进入 19 世纪 20 年代，美国经济的繁荣一方面刺激了股市的上扬，同时也助长了实体经济特别是不动产的过度投资。尽管 1925 年佛罗里达不动产市场显盛一时，但接下来在 1926 年佛罗里达不动产就开始破产。然而当时商业银行和投资银行业务公司仍继续推荐不动产。由于不动产投资鼓励投资活动和企业活动，实体经济的虚假繁荣使股市被一种盲目乐观情绪所笼罩。1929 年股市的大跌，在格雷姆看来，很大程度上是由于无法抑制的乐观主义导致的狂热的市场投机。格雷姆指出，由于持续的多头市场的鼓动，投资人开始预期一个持久和繁荣的投资时代正在来临，致使他们在投资股票时忽视了对公司投资价值的理性判断。

格雷姆认为，由于人们对企业没有做任何的价值估算，便轻易借钱购买股票，其中所隐含的风险是不言而喻的。当大多数投资者被盲目乐观的情绪所左右时，股票的价格可以是任何数字，也正是这个原因，投资的高度不理性，使投资与投机之间的界限变得模糊不清。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在30年代大危机后的二十几年，学术界曾对各种不同的股票投资方法做过分析。格雷姆提出自己的三种方法：横断法（cross section approach）、预期法（anticipation approach）和安全边际法（the margin of safety approach）。

横断法与现代的指数投资法相仿。选择个别股已经为投资组合所取代。投资人通过平均购买道·琼斯工业指数30家公司的股票，可以获得与道·琼斯指数上涨一样的收益。格兰姆对这种方法持肯定态度，认为华尔街的老手并不一定能够达到比指数法更好的结果。为了减少风险，格雷姆建议投资者对他们的资产组合彻底多元化。

预期法又分为短期选择法和成长股票法。短期选择法是个人在短期中选择最有获利前景的企业赚取利润，时间通常是6个月到1年。华尔街的一些投资人士经常花费许多的精力预测企业经济前景，包括销售量、成本和盈余、公司预期达成的指标等。格雷姆认为，由于盈余是个容易波动的经济变量，从而使得这种预期经常出现失误，并可能导致错误的投资决策。

格雷姆认为，一项投资的价值，并不在于它将会在这个月或下一个月赚得利润，也不是下一个季度的销售量将会怎样，而是长久来看，该项投资预期会对投资人带来什么样的报酬。而基于短期资料的决策，经常是表面而短暂的。

成长性股票，简单而言，就是指企业的销售与获利成长率高于一般企业的平均水准之上的股票。格雷姆使用美国全国投资人协会（National Investors Corporation）的定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



义指出，成长型企业指那些盈余随着周期而不断成长的企业。格雷姆认为，如果想成功地运用成长股票法，最困难的是投资者是否有能力判断成长型公司，然后确定目前的股价在多大程度上反映了企业成长的潜能。

所有的公司都有其自己的盈利生命周期。在早期的发展阶段，公司的销售额加速成长，盈余开始出现。在急速扩充阶段，销售额持续成长，收益增加，而且盈余也急剧增加。当公司进入稳定成长阶段，销售额的成长速度开始减缓，盈余也开始变少。在最后一个阶段，由稳定走向衰退，同时总收入和利润也都随之下降。

运用成长股票法作为投资策略的投资者，会遇到两难的情况。当他们选择了一家处在迅速扩充阶段的公司时，他们可能会发现公司的成功只是暂时的，因为该公司无法承受年复一年的考验，而且公司的利润可能无法维持长久。还有，处在稳定成长阶段的公司，可能好景也不长，当盈余开始下降时，公司会很快进入到衰退时期。多年来，要想准确无误地指出一家公司是处在生命周期的某个阶段，一直令财务分析师们深感为难。

如果推测一下，投资人已正确地挑选出一家成长型公司，投资人该以什么样的价格购进最为合理？显而易见，如果公司的名气较大，而且是在繁荣时期，那么其股价相对而言会比较高。格雷姆提出，我们如何知道价格过高？这很难准确回答。另外，就算是决定正确，投资人还会面临一个新的风险，即公司的发展比预期的成长要慢。要是这种情况发生了，投资者就会因预期偏高而支付过高的股价，因为股票市场的修正机能，很可能使股票的价格下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



安 全 边 际

安全边际是格雷姆倡导的理性投资的核心内容，也是巴菲特在股票市场投资时，风险总是与他无缘的关键所在。

一定时期，如果投资者对于某公司的成长持乐观态度，而且准备将这家公司纳入自己的投资组合中，他将会面临两个可供选择的购买方案：一是当整个市场都以低价交易时购买；二是当交易价格低于它的实质价值时购买。格雷姆认为，不管采用什么方式购买，都应该考虑安全边际（margin of safety）。

从理论上讲，在股市低迷时，买进证券是较为稳妥的投资操作办法，但是如同投资者无法回答多高算高一样，股价跌到何处算是低也是光凭盘面和技术分析难以回答的问题。这样低价买进就成了投资者刻意追求但又难以实现的梦想。

格雷姆建议投资人应该把精力用在分辨价格被低估的股票上，而不管全部的股价水准。要使这个投资策略能够系统地运作，投资者就需要一定的方法或技术来判断价值被低估的股票。这样做的目的是培养出能够计算实质价值，分辨出股价低于实质价值的股票的能力。买进被低估的股票，而不是浪费时间去注视市场非理性的波动。

在 1930 年至 1940 年之间，格雷姆提出了一个战略性的课题，即安全边际。这是他对理性投资含义的高度概括和总结，这一箴言适合于所有的证券。例如，如果一位投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资者分析某公司的经营历史时发现，在近5年中，这家公司每年赚得的盈余平均为固定费用的5倍，具备足够的还本付息的能力，那么，公司的债券就达到了安全边际。他认为，如果盈余和固定费用的差额较大，就算公司出现预想不到的利润衰退，投资人也不会受到什么损失。

建立安全边际的概念并不困难，问题是这个方法是否适用于股票。格雷姆认为，如果股票的价格低于其实质价值，则股票投资就存在着一个安全边际。显然，为了把安全边际这一概念应用于投资实践，投资者必须能够确定出公司的实质价值。在格雷姆看来，实质价值就是由公司的资产、盈余和股利，以及任何在将来发生几率极高的情况所决定的价值。其中最主要的因素是公司未来的获利能力。根据格雷姆的论述，安全边际并不是个可以精确计算的价值变量，而是一个具有一定弹性区间的估值。

格雷姆认定两个投资法则：一，严禁损失；二，不要忘记第一个法则。而严禁损失的观点促使格雷姆发展出两种选择股票的方法。在运用这两种方法的时候，都须坚守安全边际。第一，以低于三分之二的净资产价值，买进某一家企业的股票。第二，将注意力投在有较低本益比的股票上。

以低于净资产价值的三分之二价格买进一家公司，刚好符合格雷姆的要求，而且也满足他所要求的数学期望值。格雷姆没有把公司的工厂、财产和设备列入考虑范围。另外，他扣除所有公司的长短期负债，只注意流动资产净额。如果股价低于上述计算结果，那么购买该公司的股票，其安全边际已达一定水准，投资人的资本已经获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



保障。格雷姆进一步解释说，这些结果是基于股票投资组合（分散投资）所产生的可能结果，而不是基于投资单一的股票。在股价低下的市场中，这类股票很多，而在行情上涨期间却极为少见。

为了遵守安全边际法则，投资者需要等待一些股票价格跌到其内在价值以内，但这种消极等待有时会错过一些好的投资机会。因此，格雷姆继续研究设计了第二种购买股票的方法，他把投资重点放在股价本益比低的股票上。认为本益比极低的股票具有相当吸引力。

格雷姆把自己的学说建立在特定的假设上。由于人类的恐惧和贪婪，他相信市场会经常使股价处于不适当的位置。在极度的乐观情绪作用下，贪婪会使股票价格爬升到超越它们的实质价值，导致股价被市场严重高估。

另一方面，恐惧会使股票的价格低于它们的实质价值，造成股价被市场低估情况的发生。但在市场机制的作用校正下，未来的股价终会返回到与它的内在价值相应的水平。所以投资者应充分利用市场非理性下跌带来的投资机遇，理性投资，巧妙盈利。

市场先生

格雷姆告诉巴菲特，投资者与投机者最基本的区别在于他们对股票估价的态度。格雷姆指出，投机者往往企图预测股票价格变动并希望从中套利。相反，投资者却是寻求在合理的价位购买公司股票。格雷姆还告诉巴菲特，成功的投资者往往是那些个性稳定的人，投资者最大的敌人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不是股票市场，而是他自己。即使投资者具有数学、财务、会计方面的高超能力，如果不能掌握自己的情绪，仍难以从投资行动中获益。

格雷姆讲述了一个他称之为“市场先生”的比喻，以此来帮助他的学生认识预测股票市场波动的愚蠢所在。巴菲特在伯克夏公司 1987 年的年报中，向他的股东重复了格雷姆的这个比喻。

为了理解股价的非理性之处，不妨假想你与“市场先生”是一家非上市公司的两个合伙人，若不出意外的话，“市场先生”每天会报出一个价格，他愿以此价格来购买你的股份或将他的股份卖给你。尽管你们合伙的企业经济特性和经营状况稳定，但“市场先生”的情绪和报价却并非如此。由于“市场先生”的情绪是不稳定的，有些日子“市场先生”会因情绪高涨而只看到光明的一面，在这些天中，他会给你们合伙企业的股份报出非常高的价格。而在另外一些时间里，“市场先生”受到打击，眼前一片漆黑，非常沮丧，看不到除了未来的麻烦以外的任何东西，此时，他会给你们的合伙企业的股份报出很低的价格。

格雷姆说，市场先生还有一条惹人喜爱的特点——他不介意遭受冷落。如果他的报价无人理睬，他明天又会回来重新报价。格雷姆警告说，市场先生的智慧并无用处，但他的记事本却很有用。如果市场先生表现愚蠢，你完全有权忽略他或利用他，但切记不可被他牵着鼻子走。

格雷姆说：“如果投资者面对毫无理由的市场下挫，股价下跌，总是惊慌失措，弃股而逃，或者总是无端地担心，那么他就违反常规地将自己的优势转变为劣势。而此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



时恰恰是那些在那时根本没有接受股票报盘的人最幸运，因为他们免于遭受由别人的判断失误所带来的痛苦。”

不要因为别人的错误判断而落荒而逃！这就是格雷姆给投资者的一句肺腑之言。对此巴菲特不仅心领神会，而且反过来督促其他所有的人效法。巴菲特多次在会上与伯克夏公司的股民们分享“市场先生”的故事。他经常提醒成功的投资家不仅需要良好的对企业的判断力，同时也需要保护他们自己不受“市场先生”情绪波动影响的能力，正如他经常用“市场先生”的故事提醒自己一样，在市场的愚蠢面前投资者一定要防微杜渐。

精心选股

菲利普·费歇是美国著名的投资顾问。他在投资组合管理和公司评价方面有着自己独特的方法，并对巴菲特产生了重要影响。

上个世纪 30 年代初，在刚刚经历了 1929 年股市崩盘、市场熊气弥漫之际，菲利普·费歇就成立投资顾问公司。费歇发现，投资人在经历了股市大跌之后，大部分都对自己当时的经纪人感到不满。其间，围绕公司问题，费歇曾与商业人士进行过多次的交流。早在斯坦福学习商业课程时，他就与教授专家就企业主管进行一连串的讨论，并就公司问题进行研究探讨，他们还多次拜访过公司和企业管理阶层，对成功企业和投资策略形成了自己独特的看法。费歇认为，要创造超额利润必须坚持：一，投资那些潜力在平均水准之上的公司；二，向那些最有能力的经营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



阶层看齐。为了选出具有独特潜力的公司，费歇以企业本身的特质和其经营管理能力为基础，提出了对企业的评级“计分系统”（Point system），以评价企业的内在素质和发展潜力。

在对企业的特质评价中，费歇特别重视公司能以高于一般企业水准的能力，使销售与利润每年保持递增趋势。费歇认为，这样的公司其产品或劳务，至少在数年之内，有充分的市场潜力，使销售大幅度增长。费歇不太注意销售上的每年持续成长，而是强调以公司在数年内的整体表现，判断其优劣。他深知商业景气循环往复地变动，对于销售额与利润影响很大。费歇以 10 年为一周期，找出那些在 10 年间，成长率高于平均水准的公司。

美国铝业公司就是这方面的成功案例。这家公司的管理者具有卓越的能力，他们高瞻远瞩，成功预见到了公司产品未来的商业效果，并为开拓市场、增加销量，信心十足地开展工作。当时美国航空运输业发展迅速，使铝的市场需求急剧增加。正因为航空工业的发展，美国铝业公司所获得利润远远超出了原来的估计。

另一家让费歇称道的企业是美国杜邦公司。杜邦是一家属于幸运来自其良好运营能力的公司。费歇说：“假如杜邦仍停留在销售其最初的产品即火药，那么公司最多也只会发展成像大多数典型的采矿公司一样。但是，由于管理者善于利用公司因制造火药而发展出的技术，杜邦能够创造出新的产品，包括尼龙玻璃纸和透明的合成树脂。这些产品成功地创出自己的市场，为杜邦盈得数亿美元的销售金额。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



费歇认为，公司为研究和发展所做的努力对维持公司超水准的销售成长潜力起了相当大的作用。显然，如果不是对研究开发投入大量的努力，杜邦和美国铝业公司都不会维持长期的成功。即使是非技术性的企业，也需要设立专门的研究开发中心，以使企业能生产出品质更好的产品和更有效率的服务。

另外，费歇对企业的销售组织的运作水平也格外重视。他认为，公司虽然能够提供杰出的产品和劳务，如果没有出色的销售队伍，投入研究开发的努力将难以转化为市场销售额。销售组织的责任在于帮助顾客了解公司的产品和劳务的优点，观察顾客的购买习惯，而且能够注意到消费者需求的改变。简言之，销售组织在市场和研究开发单位之间发挥着重要的沟通和纽带作用。

当然，对于一家公司，仅有市场潜力还远远不够。费歇指出，如果公司的利润不能够随着销售额的增长一同增长，那么再大的销售额，也不会使公司股票能成为理想的投资对象。可见，费歇的投资研究包括了检验公司的收益、公司对维持收益或保持收益成长的决心，以及公司的成本分析和会计控制。

费歇对那些经营利润随经济景气状况的变化而大幅波动的企业一直不感兴趣。他所寻找的投资对象不但是成本最低的生产者或劳务提供者，而且是致力于维持利润稳定增长的公司，这样的公司损益平衡点较低，或是拥有相对较高的收益率，能够经得起衰退经济环境的考验，最后它还能将较弱的竞争者逐出市场，使自己的市场优势地位更加稳固。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而事实上，没有任何一家公司，永远能维持住它的利润，除非这家公司能够同时分析其成本结构，同时又了解制造过程中每个步骤所消耗的成本。费歇说，要做到这样，公司必须慢慢地落实会计控制和成本分析。这个成本结构的资讯，使公司能够将它的资源集中于那些最有经济效益的产品或劳务上。另外，会计控制将帮助公司认清作业过程中料想不到的障碍，增强决策的预见性，以保证公司的总体获利能力。

按照费歇的观点，维持公司在未来持续成长的能力最好不要建立在对增资发行股票筹措的过度依赖上。如果公司只能够由发行股票而成长，那么流通在外的大量股票，将会减少股东可能从公司的成长而获得的利润。高收益率的公司如果是通过公司内部原有的经营资金来运转，将会获得较高的投资报酬。

费歇强调，好的公司除了要拥有高于平均水准之上的企业特质外，同样还必须拥有经营能力高于平均水准的经营者。这些经营者应有强烈的责任心来发展新的产品与服务，以便在目前的产品与服务丧失获利能力时，仍能继续维持长期的销售成长。

经营者对股东是否正直和诚实，他们的行为是否符合股东受托人的身份，也是费歇考查企业经营者素质时关注的重要方面。费歇认为，想要明白经营者的意图，惟一的方法就是观察他们如何与股东的沟通。所有的企业，不管好坏，都会经历一段出人意料的艰难时期。一般情况下，当企业营运状况较好的时候，多数经营者会畅所欲言。而企业经营状况出现滑坡时，有些经营者会很诚恳地谈论他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



们公司的困难，而另外一些经营者或是不能正视企业所面临的困难，或是只言片语、有意回避经营上的失误。投资者通过经营者对企业困境的反应，可以看出其经营的态度和能力。

要使一个企业获得成功，经营者必须和全体员工之间有着融洽的工作关系。费歇认为，经营者应该让员工真实感受到工作的舒适和满意。蓝领阶层的员工应该感到他们得到重视和适当的待遇。员工被提拔时，他们觉得是基于工作能力而非偏爱。

费歇在了解一家企业时，不满足于阅读一家公司的财务报告，认为这样做并不能判断是否对该公司进行投资。投资的基本原则，是尽可能地从熟悉这家公司的人中获取第一手资讯。事实上，费歇在每次投资前，都要对企业的顾客和企业本身进行多方位的调查。他寻找曾经为该公司工作的员工和顾问，与大学里的科学研究者、政府员工和商业机构的主管会面，有时还对竞争的同行进行访谈。尽管主管有时可能不愿对自己的公司披露太多，但是费歇表示，他们从不缺乏对其竞争行业者的批评。费歇说："那是相当令人惊讶的，又是多么正确的一张强弱对比图呀，产业中的每个公司真实状况的信息，一定程度上是由与公司有来往关系的人所透露的资讯交织而成。"

巴菲特吸取了费歇的企业评估方法，并创造性地提出了企业投资四大定律——企业定律、经营定律、财务定律和市场定律。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



集 中 投 资

费歇是著名的集中证券投资家，他总是说他宁愿投资于几家他非常了解的杰出公司，也不愿投资于众多他不了解的公司。费歇是在 1929 年股市崩溃以后不久开始他的投资咨询业务的。他清楚地记得当时产生良好的经济效益是多么至关重要。“我知道我对公司越了解，我的收益就越好。”一般情况下，费歇将他的投资限制在 10 家公司以内，其中有 75%的投资集中在 3～4 家公司身上。

费歇认为，购买太多股票的弊端是“不可能观察所有篮子中的所有鸡蛋”。投资者得冒花太少的精力在他们熟悉的公司而花太多精力在他们陌生的公司上的风险。按费歇的说法，买入大量对其业务不甚了解的公司的股票所承受的风险要比投资于少数熟悉的公司股票所承担的风险要大得多。他在 1958 年《普通股》一书中写道：“许多投资者，当然还有那些为他们提供咨询的人，从未意识到，购买自己不了解的公司的股票可能比你没有充分多元化还要危险得多。”40 多年以后的今天，费歇已是 90 多岁高龄的老人，但仍然不改初衷。他说：“最优秀的股票是极为难寻的，如果容易，那岂不是每个人都可以拥有它们了。我只愿寻找最好的股票购买，没有合适的股票我只有等待。”肯·费歇作为费歇的儿子，也是一位出色的资金管理家。他是这样总结他父亲的哲学的：“我父亲的投资方略是基于一个独特却又有远见的思想，即少意味着多。”

巴菲特同时倾心于格雷姆和费歇是容易理解的，格雷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



姆给了巴菲特有关投资的思考基本准则——安全边际，并且帮助巴菲特学会了控制情绪以便从市场波动中获利。费歇则教给了巴菲特实际可行的选股方法，使巴菲特能够判别出好的长期投资。当人们认识到巴菲特的投资行为是格雷姆和费歇投资哲学的综合体现时，围绕巴菲特投资行为的困惑也就容易解释了。“仅有好的智力是不够的，关键在于很好地应用智力。”正是智力应用这个环节把巴菲特与其他投资者区分开来。不可否认，和巴菲特一样聪明甚至比他聪明的人大有人在，但像他一样成功的人却是凤毛麟角。为什么呢？因为他始终如一地坚持了自己的投资哲学，从不动摇。

◎ 独树一帜

巴菲特在投资时总是表现得与众不同。但这种与众不同并不是他为了炫耀自己而去故弄玄虚。他在投资中表现出来的种种“特殊”总是建立在仔细斟酌、理性思维的基础之上，并与他的价值投资、安全边际等投资理念交相辉映、自成一体。

逆向投资

股票市场流传着 7:2:1 的说法，意思是 10 个人炒股，7 人赔，2 人平，只有 1 个人赚钱。听起来有些残酷，但实际情况就是如此。因为在股市运行中，头部放量，底部缩量几乎是一个规律。底部缩量，意味着只有少数人在能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



够赚钱的底部区域买入股票，头部放量自然表明：多数人都是抬轿者，这多数人当然就成了少数胜利者的牺牲品。所以，投资股票，人们要想使自己成为少数智者，必须做到从多数人的思维惯性中解脱出来。用美国投资分析家布克·怀特的话说就是：如果你是一个投资高手，那么你在华尔街挣钱的最佳方式就是先考虑普通人会怎么做，然后反其道而行之。

股票市场非常敏感，很容易出现狂热、恐慌和崩溃。股票价格上升到极度高位，仅仅是由于投资者的自信和贪婪，一旦这种自信和贪婪转变为恐惧和失望，市场中股票的价格就会一落千丈。

美国著名经济学家查尔斯·凯德勒伯格（Charles Kindleberger）在他的《狂热、恐慌和崩溃》一书中分析了信用繁荣与破产循环过程的各个不同阶段：

市场常常因为新兴市场、新技术或一些戏剧性的政局变化这样的机遇而繁荣起来，投资者此时开始寻求丰厚的回报；

随后便经历价格上扬尤其是资产价格上扬的喜悦，同时信用泡沫开始膨胀起来；

在狂热阶段，投资者纷纷将现金转为股票、商品货币、房产等，越来越多的人群在没有真正认清所处的形势情况下就走上了求富之路；

接下来，市场停止攀升，曾经大量举债的人们发现他们自身原来的奢望太高，这就是会产生意想不到失败的灾难，同时厌恶与失信也随之而来；

最后是恐慌阶段，泡沫也随后破灭。享有财富和信用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的人们争先卖出他们先前所买进的而损失又越来越大的资产，现金又变得抢手。

我们说要逆向投资，并不是说要求投资者逆股价运行的大势而动，而是在市场处于狂热和极度恐惧之际，在绝大多数市场参与者的市场预期趋向一致的时候，我们能够克制自己的感情冲动，从市场的极端状态中解脱出来，进行反向操作。

一般说来，在市场处于购买的狂潮时期，总有一个普遍的冲动通过传染效应渗透到投资的旋风中去，没有人愿错过机会：公众方面因为只看到利润而看不到风险，“我还能往哪儿投去——这别无选择”；企业方面则因为过高估计其产品需求或者对前景过度乐观；专业投资者方面则是因为他们不愿意失去一个迅速成长着的市场。出于短期行为的倾向、指数效应的作用，投资者被引导至价格飞扬的股票上。因此，人们在狂热市场上听到最多的便是“不入市我们就输不起”，或者“不买这个股，我们就输不起”这些翻来覆去的说法。

每一次投资狂热的特点都是投资者赌注的建立和不断增多的新事件涌入市场。在狂热的每一个阶段，现金总被认为是最没有吸引力的投资选择。而每当这个时候，往往都意味着市场转折点的来临。

巴菲特就是一个在投资方面逆向操作的典范。

1968 年，美国陷入一场政治的动荡中，而股票的交易却达到了疯狂的地步。“大屏幕”的日平均成交量达到了 1300 万股，比 1967 年的纪录还要多 30%。1968 年 6 月 13 日那天，成交量暴增到 2100 万股。行情机飞快地发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出哐哐声音，似乎随着每一次反战游行者和荷枪实弹的士兵之间的交锋而显得越来越响亮，就好像逐渐升高的政治温度在华尔街引起了高烧。在那个充满着暴力和对暗杀的震惊的动荡不安的夏天，股票交易所被大量的买卖单据忙得喘不过气来，这在它历史上是破天荒第一次。而且如此这般持续了许多天。人们可以在寂静中听到求救的呼喊，但是，市场大量的买盘还在不断聚集，就像一个醉汉想要喝完最后一瓶酒，连天已经大亮都毫不知晓。

巴菲特曾一度鄙视过自己的竞争者们出现的懈怠，但是他们现在也表现出了“严重的高血压”。他注意到有个基金的管理人员宣称，单从每周或每小时股价做出研究是不够的，证券必须以分钟间隔来进行研究。巴菲特评论道：“这种人使我觉得出去取一趟百事可乐都有负罪感受。”

市场的过度疯狂使巴菲特敏锐地察觉到牛市断断续续发出的死亡前的呻吟。1968 年下半年他停止购买并开始大举减仓。更有意思的是，由于担心自己抵挡不了市场的诱惑而陷入灾难，1969 年 5 月就在牛市运行的高峰之时，巴菲特做出了一个不同寻常的决定：宣布隐退，同时清算了他的合伙人企业。由于巴菲特的理智，他的合伙人企业在 1968 年锁住了 4000 万元的利润，当年的盈利率高达 59%，他的资产增加到了 1.04 亿美元。

坚持逆向投资，必须学会独立思考，不人云亦云。巴菲特常用他的教师格雷姆讲过的一则寓言来说明投资人的非理性行为。

有一位石油勘探者，在上天堂的时候，圣·彼得告诉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



他一个不好的信息。圣·彼得说："你的确有资格进入天堂，可是你也看到了，分配给石油业者居住的地方已经客满了。我也没有办法把你安插进去。"那个石油勘探者听完，想了一会儿后，便问圣·彼得说："我是否可以跟那些现住在天堂里的人们讲一句话？"圣·彼得想了想，觉得让他讲一句话也没什么，就同意了他的请求。于是，那个石油探勘者就大声喊道："地狱中发现石油了！"话音刚落，突然间大门冲开，所有的人蜂拥而出，向地狱跑去。这使圣·彼得印象极深，并立刻邀请勘探者搬进天堂。可是，最后那位勘探者犹豫片刻说："不，我想我还是跟那些人一起去好了。"

这则寓言启迪投资者不能人云亦云，盲目投资，像旅鼠那样盲无目的。旅鼠（lemming）是生长在苔原地区的小型动物，以集体游向大海的举动而闻名。在正常时期，春天是旅鼠迁移的季节，它们四处移动，寻找食物和新的住所。然而每隔三四年，就会有奇怪的现象发生。由于繁殖率高而死亡率低，旅鼠的数量与日俱增。当发展到一定程度，旅鼠们开始在夜里有些不寻常的举动。不久，它们就开始在白天出来行动。一旦遇到障碍，它们就越聚越多，直到惊慌失措的反应迫使它们强行越过障碍。当这样的行为增强后，旅鼠们开始向一些它们平常敬而远之的动物挑战，并向大海迁移。虽然有许多旅鼠在半途中饿死，或被其他动物吃掉，但大多数的旅鼠还是能够到达海边。它们争先恐后地往大海里游去，直到力竭而淹死为止。

动物学家对旅鼠的这一现象进行了研究，结果认为，旅鼠大批量迁移是因为食物供应情况的改变，以及压力的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



存在。旅鼠之间互相的排挤和竞争，可能引起荷尔蒙的变化而导致行为的异常。

巴菲特指出：“股价的大幅度波动，与投资人旅鼠般的盲目行动有直接关联。”

逆向投资与巴菲特的价值投资、安全边际原则互为一体，相得益彰。科学客观地对企业的投资价值进行估价投资、严格遵守安全边际法则是实施逆向投资的前提和基础。而逆向投资则是对价值投资、安全边际原则的具体落实。根据巴菲特的投资实践，牛市行情，当市场出现极度兴奋状态时，往往也是股票价格大幅度超出其内在价值之时，相反，在市场处在极度恐惧，许多投资者感到如临深渊、如履薄冰的时候，不计成本的非理性的抛售经常会使股价跌进巴菲特事先设定的安全边际以内。这样就形成了当众人旅鼠般争先恐后买入股票的时候，正是巴菲特从容卖出，落袋为安之时；而当投资大众因过度悲观大肆抛空之际，巴菲特正为买入股票忙得不亦乐乎。

拒 绝 投 机

股票市场是个风险难测、投机盛行的“赌场”。但在巴菲特的投资生涯中，他却不是以投机的心态和角色，而总是以理性投资者的姿态出现在股票市场。拒绝投机、固守投资是他在投资股票时一贯坚持的原则立场。这主要表现在：以安全边际为指针，坚持价值投资；投资自己熟悉的质优公司，并以这些公司为样本，实行集中组合投资；不跟踪市场，不通过对市场预测进行趋势“打赌”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



由于巴菲特认为投资股票的实质是在投资于一家企业，因此，他在做投资决策时总是根据企业的内在投资价值，而不是投资的直接标的物——股票及其难以预测的价格变化情况。巴菲特深信，从长远看，股票的价格是由公司的内在价值决定的，对于投资者来讲，只要计算出公司的实际价值，并借助于市场的非理性——过度恐慌导致的股价的非理性下跌，在安全边际允许的价格范围内投资，就可以把投资风险完全避开或降到最低程度。

“安全边际”概念是巴菲特跟随其恩师格雷姆学到的最有价值的投资思想：当公司股票的市场价格明显低于其内在价值时，购买这类股票就是成功的投资。1984 年，巴菲特在哥伦比亚大学纪念《证券分析》一书出版 15 周年的集会上发表演讲时指出，有相当一部分成功的投资者承认他们共同的投资知识来源于格雷姆。格雷姆提出了安全边际的概念和理论，而格雷姆的每一个信奉者在具体应用他的理论时，都发展了一套不同的方法来确定公司的内在价值。但共同的主旨都是寻找公司股票的内在价值与市场价格之间的差异。巴菲特认为，价值型的投资者不仅需要懂得如何正确估计企业价值，而且要学会忍耐，不能用过于接近价值的价格去购买企业，而应等待直至市场进一步压低了价格时去买入。如果投资者认定某股票价值 20 元，他以 19.5 元的价格买入，投资的安全系数就显得过小，假定该股票价格在卖压作用下，下跌到每股 17 元，或更低，此时，如果公司的基本面没有发生变化，则投资者获胜的把握就大得多，理应大胆介入。资产的交易价格相对于内在价值贴水的比例越大，投资的安全系数就越

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



高。

巴菲特的理性投资还表现在他对投资组合的管理上。在跟随费歇学习期间，巴菲特认识到公司的业务类型、管理能力对公司价值的重大作用。费歇建议，为了全面了解一家企业，投资者必须调查公司的方方面面以及它的竞争对手。从费歇那里，巴菲特深知“闲话”的价值。经过多年的努力，巴菲特创立了一个广泛的接触网络。借助这个网络，巴菲特能够对各种不同类型的公司进行评价。在充分了解公司投资价值基础上，巴菲特把符合安全边际法则的公司纳入到自己的投资组合中。巴菲特所投资的股票都必须符合以下要求：必须是他所充分了解的公司；必须是质优公司；必须是价值在一定程度上被低估的公司。为了避免因过度分散投资导致的对企业投资分析和追踪方面的顾此失彼，巴菲特遵照费歇的指示，对股票投资实行少而精的优化组合办法。由于纳入组合内的每一个公司都是他充分了解的，这就有效克服了投资上的盲目，也为巴菲特在投资中保持良好的心态提供了有力保障。

既然巴菲特认为投资股票是投资企业的价值，而不是股票价格在市场中的表现。所以他始终把注意力集中在对公司基本面的研究和价值研判上。正如他认为人们没有能力准确地预测经济形势一样，股票价格的运行方向也是模棱两可、不可捉模的概念，因而也是无法准确把握的。因为影响股价的因素实在太多也太复杂。许多投资者常常根据市场消息面、几个连自己都不太熟悉的技术指标，甚至仅凭个人的市场感觉就轻易“下注”，结果往往招致投资上的重大损失。对这种没有把握的投资，巴菲特认为，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



和赌博没有什么本质的区别，是成功的投资者需要绝对避开的。

正因为他恪守投资的行为准则，每一个投资都是建立在周密考察、精心设计的决策基础之上，使得他的投资行为虽然置身于股市风险之中，但在普通人看来未来很可能出现的投资收益的不确定性却经常与他“擦肩”而过。不对市场妄加猜测，根据企业价值进行合理投资，让风险远远地离开自己，不仅体现了巴菲特投资方法的新颖，而且也是他投资制胜的根本保证。

遵守纪律

股票投资讲究理性。但“理性”二字，说来容易，做起来时许多人却常常身不由己。一些投资者擅长技术分析，对企业财务、行业特点等也是深有研究，但是实际操作起来，却常常失去了章法。明明决定应该买入，但一进入市场，看到投资大众或观望、或卖出，加之小道利空在耳边的不时骚扰，原来定好的买卖决策于是被搁浅。事后对没有执行自己的正确分析自然是懊悔不已，于是心态变坏，随之是一步错，步步错。

在股票市场上，自发情绪的力量往往比理性的力量要大得多，要想真正把理性投资落到实处，不被情绪所扰，必须制定严格的操作纪律并认真遵守。巴菲特的高明之处不仅因为树立了正确的投资理念，更可贵的是体现在他在实践中对自己投资理念的忠实履行。

其实巴菲特的操作理念，说起来也很简单，那就是在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对企业投资价值进行合理估算的基础上，按照“安全边际”法则进行投资。当企业的股票价格低到其内在价值的安全边际以内时买进，而且只要股价仍处在其内在价值之内，他就会一路持有。只有在股票价格超出其内在价值，或市场出现了更好的投资机会时才会考虑卖出。

看看巴菲特对美国佛莱迪麦克的投资，可以使我们对巴菲特的“安全边际”有更深的理解。

佛莱迪麦克（Corporation Freddie Mac）是一家大众持股、由美国国会在1990年特许成立和接受政府赞助的企业。根据法令，它的任务是在次级市场里，主要给当地居民提供稳定的住宅抵押业务。佛莱迪麦克购买来自贷方的抵押，集中这些抵押，将他们成组证券化。尔后，将这些抵押证券卖给投资人。依靠资本市场和抵押资产债权人，佛莱迪麦克能够降低放款者和投资人的成本。最后，降低的成本使得住宅买主能负担得起抵押贷款。

佛莱迪麦克的企业目标非常明确。他们的收益主要来源于三部分：第一，公司赚取手续费，用来管理、维护贷方的抵押资产，并向证券投资人保证支付本利。这项可观的手续收入是在抵押保证的期限内赚取，并且也是利差收益构成的最大部分。第二，每个月公司得到来自抵押贷方所支付的本利。在这个利息与本钱未达抵押证券投资人的手上之前，佛莱迪麦克将它投资于短期证券，赚取投资收益。第三，佛莱迪麦克保有它自己抵押品的一小部分，作为投资组合，和任何其他传统的金融机构一样，佛莱迪麦克赚取投资利润，和这种债务成本之间的差价。以上三种收益来源的现金流量创造了整个企业收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大约在1992年初，传统一代家庭的抵押金额达7000亿美元，其中有64%是经由佛莱迪麦克和它的关系企业弗尼梅证券卖出。弗尼梅（联邦国家抵押公司）也是政府的赞助企业，为居住者提供抵押贷款资金的。这两家公司有着相似的结构，相同的业务种类。虽然它们"人在江湖身不由己"地相互竞争，但都用高进入障碍的营运手法，迅速成为该成长市场里的两个产品供应独占者。

巴菲特对此现象评价道："双独占仅仅次于垄断。"正由于它们的主动和政府赞助的优惠，佛莱迪麦克和弗尼梅双雄并起，比其他公司在进入抵押次级市场方面，具有更大的竞争优势。这种竞争优势，仍会持续下去。

佛莱迪麦克和弗尼梅除了拥有双独占生产者的地位之外，它们还享有市场逐渐扩大的甜头。在过去的20年间，传统的一代家庭抵押被卖到次级市场里的比例已经增加不少，并且还在不断增长。1990年，储贷修正法强制规定：储蓄银行除非拥有分散的抵押证券投资组合，否则必须计提较多的放款损失准备。一般情况下，新法强迫传统的抵押资产提供者给佛莱迪麦克和弗尼梅企业更多业务，从1988年到1992年，抵押证券化的比率由33%上升到69%。

早在1984年，佛莱迪麦克发行特别股给联邦住宅贷款委员会的会员，也就是说联邦贷款委员会的会员成为提供佛莱迪麦克资金的来源。但股票的所有权却受限于会员。经过了几年，由于股票不能反映公司的潜在价值，佛莱迪麦克决定在纽约股票市场公开上市，拿出沉甸甸的股票让一般老百姓认购。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1988 年，破天荒地，除了联邦贷款委员会会员能够拥有佛莱迪麦克公司的股票外，投资的老百姓也能持有了。这一年，魏斯科相互储金公司增加持有佛莱迪麦克的在外流通股份至 4%，而伯克夏因拥有魏斯科 80% 的股权，也间接地成为佛莱迪麦克股票的受益人。

相互储金公司的董事长查理·门杰曾正确地计算出佛莱迪麦克优于传统的储贷公司。因为佛莱迪麦克赚取可观的手续费用与差价，并且同时也避开了利率风险（公司保有小量抵押投资组合）。相比于大多数的储金和放款，这些报酬能在某种程度上被维持的原因是佛莱迪麦克不需支付存款利息。仅这一点就已使不少人成为富翁。

在 1992 年 4 月，春风得意的佛莱迪麦克以一股分割成三股的比例分割其股权，现在该公司流通在外的股份达 1.8 亿股。1991 年，伯克夏就曾经增加它的佛莱迪麦克持股。1992 年巴菲特开始积累额外的股份，到年底时，伯克夏拥有的该公司的股份，已是它当初持股数的两倍，这项购买意义非常深远。巴菲特看准了时机，增加持有股数，股价在此期间已经上升 182%。伯克夏拥有 9% 的佛莱迪麦克的股份。在达成此股票买卖之前，巴菲特早已经清晰地看到了它的价值。

1986 年，佛莱迪麦克的净收入是 2.47 亿美元。1991 年以前，收益曾经增加到 5.55 亿美元。在过去 5 年里，股东盈余以每年 17% 的速率成长。佛莱迪麦克公司的价值，不仅包含其目前盈余的折现，也包括公司盈余的未来成长。巴菲特对佛莱迪麦克的长期远景颇为看好，公司赚取的股东权益报酬率也高。它是一个具有成长潜力的企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



业，因为市场上只有两家公司在竞争。公司经营者关注并控制利率风险，勤勉地核对抵押申请人的贷款信用。所以，人们有理由相信佛莱迪麦克仍会占有未来的市场。

利用二阶段折现模型，可以确切评估出佛莱迪麦克的真正价值。我们可以假定佛莱迪麦克的盈余在1991年以后的10年的成长率为15%，然后再以比较缓慢的5%的速度成长，用9%的贴现率（30年期美国政府债券的平均收益）折现（1991年公司盈余是5.55亿美元），佛莱迪麦克在1992年的价值是320亿美元；如果假设在第一阶段以12%的速度成长，则佛莱迪麦克在1992年会有250亿美元的价值；如果我们假设在第一阶段是以10%成长，则1992年的折现值为210亿；如果我们假设在第一阶段是以7%的速度成长——这只是经营者所相信的盈余成长率的一半，佛莱迪麦克的身价为170亿美元。在这个最低的最保守的估计价值之下，巴菲特在1992年以公司价值的四三折，买下佛莱迪麦克的股票。

时间为什么选择在1992年，以低于佛莱迪麦克的实质价值的价格进行交易？此刻的投资人在想：也许公司未来无法继续保持它的盈余成长。他们怀疑经营者可能会借由增加自己的有价证券投资组合，或放宽抵押条件来增加信贷及利率风险，但没有证据可以证实这些怀疑，也许因为佛莱迪麦克的股价在1991年上涨了182%，故此，投资人认为价格不会再上涨。无论什么理由，在1992年，没有任何证据显示佛莱迪麦克的股价被高估。即便我们假定它的盈余每年只有4%的成长率——这在美国国内是很一般的成长率，则它的公司价值在1992年仍有111亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



元。这实在令人吃惊。

试想一下，在1989至1992年的4年间，佛莱迪麦克共赚了20.28亿美元。在分配过普通股和特别股的股利以后，公司仍然保有15.39亿美元。这段期间，公司的市场价值从40.33亿增加到87.23亿美元。公司每保有1美元的盈余，就会增加3.04美元的市场价值。

人们也许想了解一下佛莱迪麦克公司的历史，它很不寻常。它有点像政府部门的地位使许多投资人感到困惑。由传统只能由储贷持有的特别股，转变到一般大众都可持有的股票。这种转变不是一般人所能想到的。有一段时间，一些人误认为联邦住宅贷款抵押公司和联邦储贷保险公司注定有相同的命运。巴菲特先看破了这种困惑。毫无疑问，魏斯科早期对佛莱迪麦克的持股，使其具有某种优势，那种优势便是对公司的深切了解。这种了解是任何一个肯花时间研究企业的人都会得到的。巴菲特表示：“只有当优良的公司被不寻常的讯息包围，导致股价被错估评价的时候，才是真正大好的投资机会。”佛莱迪麦克正是这种不同寻常的公司。当股票市场错估了公司的价值，那些努力调查、了解公司的投资人，才真正因为有心计而受益。

遵守安全边际原则，巴菲特购买佛莱迪麦克时如此，在投资可口可乐、吉列、通用电力、健力士、华盛顿邮报公司等其他企业时也是如此。

由于安全边际法则，决定了巴菲特对所购买的股票自然会长期持有。因为，股票的价格从被低估到恢复到其正常水平往往要经历很长时间。在很多情况下，巴菲特购买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的多数股票，在他购买后价格虽然出现了上涨，而且有时涨幅还非常可观，但由于企业具有的高权益资本收益率、较强的消费者垄断和以股东为中心的管理人员所带来的良好成长性，公司的内在价值也在增加，这样水涨船高，股票价格也就具备了攀升的物质基础。有时即使股票价格达到甚至超过了其内在价值，只要企业的经济状况没有明显地变坏，考虑到佣金和税收问题，巴菲特也不会轻易卖出。因为一个人只会把杂草从花园里拔去，而不会把开花结果的树苗从中除去。

许多投资者不断地受到熊市即将来临这一念头的困扰。这时你的股票经纪人给你打电话让你采取守势，这也意味着你必须把一些资产变成现金（经纪人都喜欢这样做，因为他们可以从卖出股票中收取佣金，以后你再购买股票时他们又可以收取一次佣金）。

巴菲特认为股票市场的运行方向是难以预测的，熊市不可能按计划准时到来，那些华尔街的预测者们的结论对错参半。如果卖出股票后，熊市已经结束，这样你就错过了大好时机。即使股市是熊市，那么卖出后将来买进时也未必合适，除非价格下降得非常厉害，否则，高卖低买的差价收入就可能被税收和佣金所完全或部分抵消。

既然巴菲特对预测股价持否定态度，一段时间股市运行到底是姓“牛”还是姓“熊”，他也就无心过问，而是把注意力完全集中在企业投资价值的研判和价格与价值的对比分析上。他认为即使股价很高，但只要企业的经营业绩保持了同步增长，那么尽可能长期地持股总是划算的。因为这样，他不仅可以避开税收和佣金对利润的侵害，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



且可以让资金在一段较长的时期内以高的年收益率进行复利，从而不断增值。

胆大心细

透过巴菲特对可口可乐、通用电力等公司的大手笔投资，我们发现，巴菲特在观察一家公司时，有时会耐心等上很长的时间，而一旦他看上某家公司，并决定对其投资时，则又显得大刀阔斧、雷厉风行，决策之果断，投资金额之巨大，令许多投资者感到吃惊，甚至显得有些“莽撞”。

艺高人胆大，巴菲特在投资行为上表现出来的“大胆”，决不是什么出于一时冲动，更谈不上所谓的“莽撞”。而是以他过人的胆识和才学及对企业精细的分析为前提。

巴菲特的投资理念的核心是注重企业内在价值，股票市场只是为他进行投资提供了交易的场所。而指导巴菲特投资操作的核心思想是他从格雷姆那里学到的“安全边际”法则。注重企业价值和遵守安全边际原则是巴菲特股票投资思想的两大灵魂。而他在投资方面所做的一切工作大都围绕这两个核心思想展开的。

巴菲特精通企业管理和财务分析，这方面的优势为他进行企业价值的评估提供了良好的个人素质条件。他的日常工作主要用来分析和观察企业的经营和财务状况，寻找有利可图的投资对象。一旦发现了某家企业在业务特点、管理水平、发展前景等都符合他的选择标准，他就会密切

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



跟踪，他说："发现评估一家企业，必须长期去熟悉它。"当市场由于非理性力量导致股票价格下跌到他设定的安全区域，他就毫不犹豫、大举建仓。每到这个时候，巴菲特的想法变得非常简单：是金子总会闪光！只要企业被严重低估，它的价格迟早会回升到它应有的水平。

1994 年，股票市场在美国的报酬率突然低了下来，当人心惶惶之际，巴菲特却忙得不亦乐乎。这似乎成了他的习惯性行动，每当市场不景气时，也就是巴菲特大张旗鼓之时，伯克夏在 1994 年下半年，进行了 4 个重要而特别的收购，在常人看来很有些逆流而上的味道。

甘尼特公司是美国最大的多角化经营的传媒集团公司，市场价值为 77 亿美元，经营业务包括新闻出版、广播电视、室外广告，拥有 82 种日报、50 种出版物，包括流行刊物"今日美国"、"美国周末"。目前，"今日美国"已成为全国性日报。1994 年，甘尼特公司出版的报纸日销量超过 630 万份。

甘尼特公司在费城、丹佛、华盛顿特区、亚特兰大等城市拥有并经营 10 家电视台，并在洛杉矶、圣地亚哥、芝加哥等 6 个城市经营 6 个调频电台和 5 个调幅电台。甘尼特公司还是美国最大的室外广告公司，业务覆盖美国 11 个州和加拿大。

巴菲特一直比较看好传媒行业，因为他非常了解新闻出版与广播电视业的业务特性。他持有华盛顿邮报公司和布法罗新闻报的股票长达 20 多年。1985 年以来，巴菲特又投资大都会/ABC 公司。巴菲特在传媒业公司的投资与持股经验使他成为甘尼特公司中为数不多的懂业务的股东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



之一。

自1985年以来，甘尼特公司的股东收益（净收益加折旧减去投资）每年增长12%。1993年末，甘尼特公司的股东收益为4.74亿美元。巴菲特用当年30年国债收益率对甘尼特公司的股东收益进行贴现。在长期国债收益率处于周期性的低谷时，需要进行适当调整才能作为股票估价的贴现率。例如，1994年第四季度的长期国债收益率在7.5%～8.0%之间徘徊，巴菲特为此做了适当调整。

假如用更为保守的10%来贴现，并且假设甘尼特公司今后10年内的股东收益年均增长率为12%，10年以后降为5%，则甘尼特公司股票未来收益的贴现值（即股票的内在价值）约为170亿美元，相当于每股122美元。假设其股东收益今后10年内每年增长10%，10年以后每年增长5%，则股票内在价值为146亿美元，即每股104美元。

1994年下半年，甘尼特公司的股票价格在45美元～50美元之间徘徊。巴菲特的平均买入成本为每股48美元。假设增长率为12%，巴菲特买入价为甘尼特公司股票内在价值的60%。若增长率为10%，则为内在价值的54%。无论如何，都有安全收益空间。

对甘尼特公司的投资是巴菲特的经典投资之一。由于甘尼特公司的状况符合巴菲特的投资准则，当其他人认为传媒业前景不妙而大量抛售报业公司的股票时，巴菲特却入市购进，并再次稳操胜券。

巴菲特在投资时表现出来的所谓“莽撞”，是以他精深的专业理论和周密的事前准备为前提的。不仅反映了他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的投资前准备工作的耐心慎重和精细，而且也反映了他对自己所倡导的投资理念的“忠诚”和常人难有的那种乐观和自信。因为毕竟只有艺高，才能胆大。

勇于说“不” 爱“憎”分明

精于选股是巴菲特的一大专长，爱“憎”分明体现了巴菲特对不同企业鲜明的投资立场。在股票投资上，他对自己了解的具有良好投资价值的企业总是尽其所能，慷慨“解囊”。如果这类企业的股价一时偏高，达不到他设定的安全边际，他就耐心等待，伺机而动。而对于那些他不了解的企业、或劣质及平庸的企业却常常是不屑一顾，更不会投下他那宝贵的一分一厘。按照巴菲特的说法：“具有说‘不’的能力，是确保投资获利的一个重要因素。”对那些不达标的企业，在投资时他总是断然否决，毫不留恋。

对不了解的企业说“不”。巴菲特对企业投资的前提是该企业能够为他所了解，其中包括企业的业务必须简单明了、过去的经营正常稳定、企业的未来发展前景能够清晰可见、企业的内在投资价值能够通过未来稳定的现金流量加以估算等等。只有全面了解企业，投资才能够有的放矢，才能有效克服投资的盲目和风险。巴菲特从不对自己不了解或情况复杂的企业抱有兴趣。这方面最明显的表现是巴菲特对电脑和网络两类科技企业的投资态度。

在 1999 年市场对网络和电脑科技股炒作中，巴菲特面对火爆的行情一直是退避三舍。原因是他不了解科技企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



业，难以对科技企业的未来前景做出预测（即使是比尔·盖茨对他所经营的微软公司在10年后的发展状况也难以做出准确的估计）。由于产品更新速度快，或进入门坎低，这些企业未来的发展具有很大的不确定性。至于如何对它们的投资价值进行估计，因为未来现金流量的不确定，在巴菲特看来更是无从谈起。正如著名的投资分析专家彼得·林奇所说的，电脑科技行业是预测不了的，因为你永远不能防止一个十多岁的小孩（就像比尔·盖茨）在家里地下室玩电脑玩出一个比你好的产品，而一夜之间把你的公司弄得倒闭。虽然巴菲特对比尔·盖茨的才华十分欣赏和敬佩，但是巴菲特对比尔·盖次经营的美国微软公司却分文不出，原因很简单，那就是他认为他无法对微软公司的未来现金流量进行准确预测，因而难以对公司的投资价值做出估价。

“你能确保10年以后的情形吗？你能确保10年后，你的公司还存在吗？”巴菲特对电脑科技公司所抱的态度，和对待太空航行一样：我们很尊重、支持和感谢这些伟大的人物，但我们却不想亲自去尝试。

对经营状况不佳的企业说“不”。巴菲特对网络股之所以拒绝“下注”，除了因为他不了解这些企业而无法投资外，还因为这些企业的经营业绩实在是过于低下，吸引不了他对这些企业的投资兴趣。

最近几年上市的网络公司，特别是最受市场投机力量青睐的几家网络企业，大多数都是年年亏损的公司。比如，雅虎（全球最大的网址搜寻公司）、亚马逊（全球最大的网络书局）两家公司上市后几年每年亏损千万美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



但它们依靠着最近几年美国股市大涨的趋势，价格连创新高，而且因为科技股的吸引力，和完全没有盈利数字可以做本益比标准的情况下，被市场炒作到离谱的价位。1999年，它们的市价曾分别达到过234亿美元和170亿美元，分别相当于两家营业额的140倍和35倍。1998年5月，在接受访谈时，巴菲特不客气地说，如果今天我是在教大学投资课的话，我会在期末考试的时候，问这样一个问题：请问你如何为这些网络股定价？任何提供答案的学生，他会即刻给予不及格！

针对网络公司股价非理性的上升，巴菲特在1998年底的一个股东特别大会上，毫不留情地说："如果你花钱买下这些未赚钱、且年年亏大钱的网络公司，那你已经不算在投资了。"

巴菲特通过经验总结，认为优良的企业能使投资人很容易地做出抉择，而那些状况不佳的企业，却使投资人犹豫不决。如果投资人不能轻易说服自己做下购买的决定，那么他就应该放弃那家公司。巴菲特之所以有勇于说"不"的精神，是因为他汲取了与他的老师格雷姆共事的经验。在巴菲特的记忆中，要求格雷姆推荐股票是件极其困难的事，格雷姆只有在所有的因素都对他有利的情况下才肯购买。

对平庸企业说"不"。巴菲特成功的关键之一在于创造出一种方法，用来确定他所投资的是一个具有发展前途，可以年复一年为他带来高额利润的优秀企业，还是一个只有一般业绩的平庸企业。

为了便于思索分析，巴菲特把企业划分为两种不同的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



类型：①基本的商品类型企业，这种企业总是具有某些缺陷；②优秀企业，它具有巴菲特称之为消费者垄断的特征。

巴菲特发现消费者垄断的优秀企业的内在经济状况可以使股东获利，并且股东们作为一个群体倾向于在市场上集体行动。

首先让我们来看一看商品类型企业，弄清楚为什么与具有消费者垄断的优秀企业相比，这类企业不是理想的投资对象。我们所说的商品类型企业是指，其商品价格是消费者决定购买与否时最重要的决定因素的企业。最简单和明显的商品类型企业在我们的日常生活中很常见，包括：纺织品制造业；基本食品生产业，如玉米和大米；钢铁制造业；煤气石油公司；木材业；造纸业等。

所有这些公司所卖的商品在市场上都有很多的竞争对手，而价格是消费者在做出购买决策时，最为重视的因素。尽管商家会让你觉得某种品牌的汽油质量要优于另一种，但消费者购买时主要看重的是价格而不是品牌。价格是决定性因素，其他如水泥、木材、砖块等，情况也大体类似。

事实也正是如此。你去买玉米时，最为关心的是玉米的价格，而不是玉米的进货渠道和它的产地。这类市场竞争的激烈程度造成了极低的利润边际。在这种类型的市场里，低成本企业会获利，这是因为低成本的企业具有较大的定价自由。成本越低，利润边际就会越大。概念虽然很好理解，但其内涵却非常丰富，因为要想保持低成本，厂商就不得不不断地提高生产效率，从而使企业具有竞争

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



力，这就需要额外的资本开支，而这些开支会侵蚀留存利益，使本来可以进行新产品开发和投资于其他企业的钱用在改进技术上。

实际情况大体如下：甲公司改进了生产工艺，从而降低了制造成本，提高了边际利润。这时甲公司就会降低产品价格，力图从乙、丙、丁公司手中抢占市场份额。乙、丙、丁公司由于被甲公司抢占了市场，它们也采取和甲公司相同的措施来改进生产工艺，从而也降低了成本和价格来与甲公司竞争，这样就会降低甲公司的利润边际，从而形成了一个恶性循环，周而复始。

有时候也存在对某种产品或服务的需求超过供给的情况。当安德鲁飓风席卷佛罗里达州，破坏了成千上万的房子时，胶合板的价格急剧上升，这使得生产商和销售商挣了大钱。但是，需求的上升总会伴随供给的增加，当需求疲软下来，过度的供给就会使价格和边际利润下降。另外，商品类型企业完全依靠管理人员的素质与才能来维持企业的盈利。如果管理人员缺乏远见，不恰当地进行资源配置，浪费了公司宝贵的资产，就会失去低成本的优势，从而面临其他企业的激烈竞争，以至带来财务上的崩溃。

从投资的角度来看，巴菲特认为，商品类型的企业不太可能带来股东价值的增长。首先，由于价格竞争，这些公司的利润都很低。因为资金不能用于扩展业务或用于其他新的更能获利的事业。其次，即使它们确实赚了钱，但这些钱也被用来扩大厂房，增添设备以在竞争中保持领先地位。

商品类型的企业有时也生产一些与其他产品有些差别

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的产品，并对购买者进行大规模的广告攻势，让他们相信自己的产品比其他产品要好。有时候厂商也对产品进行一些改进以超过竞争者，但问题是，不管商品类型的企业对产品进行何种改进，消费者在购买时考虑的主要还是价格因素，只要公司成本低就能获胜，而其他企业只好退出竞争。

谈到商品类型企业的低劣投资条件，巴菲特总爱以生产纺织品的伯灵顿工业公司为例。1964 年伯灵顿工业公司以平均每股 30 美元的价格共计卖出 12 亿的股票，从 1964 年到 1985 年，公司共计花费 30 亿美元用于改进设备，提高效率和利润，平均每股花费 100 美元。大多数支出都用来改进成本，扩大业务量。尽管 1985 年公司公布的销售额为 28 亿，但扣除通货膨胀因素，实际销售量已经下降。与 1964 年相比，销售利润和权益利润也大幅度下降。1985 年股票卖价为 34 美元，仅比 1964 年稍强一点儿。21 年的投资运营以及 30 亿美元的花费，最终只使公司股票有很少的升值。

伯灵顿工业公司的管理人员在纺织界是非常能干的，但问题出在纺织这一行业，由于过度竞争所引起的不良经济状况，带来了整个棉纺织行业的过度供给。极度的超额生产能力导致利润低下，公司业绩不佳，股东们都深感失望。

巴菲特说：当遇到没有什么前途的行业时，再好的管理人员也无济于事。

我们都知道，巴菲特总想寻找经济状况良好、未来收入可以合理预测的公司。在巴菲特的投资生涯中，他发现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了许多在提供的产品和服务方面具有消费者垄断特征的公司。

收费桥就具有明显的消费者垄断特征。如果过路者想不通过游泳或坐船过河，那么惟一的选择就是过桥，而过桥就得交费，因此，在某个特定地方收费桥就是过河的某种垄断。同理，如果一个大城镇只有一种报纸，而你想在报上做广告，你就必须按报纸所规定的收费标准付费，否则你就无法刊登广告。这种消费者垄断给收费桥或报纸带来了巨大的价格空间，从而可以为股东带来巨大收益。

巴菲特发明了一种方法检验某个企业是否存在消费者垄断，他的问题是："如果有几十亿资金（他确实有）和在全国50名顶尖经理中挑选的权利，能开创一个企业并且成功地与目标企业竞争吗?"

如果问题的答案是"不"，那么要与之竞争的这个企业就具有某种消费者垄断。

巴菲特看来，检验消费者垄断的效力的一种方法就是看如果不以赚钱为目的，竞争者能对该企业产生多大的破坏力。你有可能和《华尔街日报》竞争吗？你可能花了几十亿资金，但仍不能减少该刊物的读者人数。你能开创一个香糖公司和箭牌公司（Wridey）抗衡吗？好像迄今为止没有成功的。还有可口可乐呢？如果你想和可口可乐竞争，你必须具有相当于两个通用汽车公司的雄厚的资本，但即便如此，说不定你还是会失败，因为可口可乐是一种无人能敌的品牌。

同样的情况还有万宝路香烟，很难想像一个抽万宝路香烟的人会转向其他品牌的香烟。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



具有很强的消费者垄断的公司之所以能够有很高的盈利，其原因在于他们不必过度依赖土地、厂房和设备投资，因为这些固定的费用和财产税会消耗那些普通商品企业的利润。

相反，具有消费者垄断的公司的财富主要以无形资产形式存在，比如，可口可乐的配方和万宝路的品牌，这样，由于联邦税收主要是针对利润，所以税收可以根据公司利润而变。而像通用汽车公司那样必须不断投资于有形资产的公司，其利润的弹性就不大，在企业扩张的早期，一般商品类型的企业只有依靠大规模地扩建厂房才能满足需求增长的需要。

具有消费者垄断的公司，由于具有很大的现金流量，所以几乎没有什么负债。箭牌公司和 UST 公司的资产负债表上就没有什么负债，这两个公司一个生产口香糖，一个生产嚼烟。由于负债很少，它们就有很大的自由去向别的更有盈利能力的企业投资，购买它们的股票。另外，这些企业的产品大多是低技术产品，不需要非常先进的厂房。而且由于没有竞争者的威胁，它们的生产设备能得到更长时间的运用。因为没有竞争者就意味着不必不断地进行设备更新和厂房改造。

通用汽车公司生产的汽车属于价格敏感型的普通商品，它必须花几十亿去更新设备或购买新的生产设施来生产新型号的汽车，而这种新型号的汽车也许只具有几年的竞争力，这样，公司又不得不进行新一轮的投资。

值得注意的是，商业的历史显示出不同类型的消费者垄断自从贸易开始形成以来就一直存在。从早期在远东贸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



易的享受消费者垄断的威尼斯人，到英帝国对铁业的垄断，到早期的西部美洲，那时科尔特（KOLT）和威切斯特（WINCHESTER）就象征着高质量的火器，还有德国的著名火炮生产商克虏伯（Krupp），它的产品在两次世界大战中都被广泛运用。这些企业都从消费者垄断中获利，由于其产品和服务的质量，消费者愿意为之多付钱。

再看一看通用电气公司，这是由托马斯·爱迪生参与创建的公司，它为全球提供电力，向某个国家销售发电技术以及电线，然后再向其销售电器、灯泡、发电设备和冰箱（就像吉列公司向消费者派发剃须刀以使其购买吉列刀片一样）。今天，通用电气公司已是美国最有实力的商业公司之一，它的实力部分来自上世纪前半期它独占市场时积累的雄厚资本。

对优质企业衷爱有加。在伯克夏 1991 年的年度报告中，巴菲特解释了他如何管理自己所投资的有价证券。如果他被限制只能选择设立在奥马哈的公司，首先他会确认各个企业的长期表现特质；接着他会判断各个公司的管理品质；最后，他会想办法以合理价格买下一些绩优公司的股票。他说，他并没有兴趣去购买城里每一家公司的股权。而现在，既然他所能选择的公司远不只在奥马哈一地，那么他又何必采取其他的策略呢？

20 世纪 70 年代初期，许多年金基金经理人卖掉债券而改买股票。巴菲特也承认，当时的确有许多具有吸引力的公司可以投资，可是只有极少数符合他价格合理的标准。1971 年，伯克夏所投资的股票总值为 1170 万美元。3 年之后，在 1974 年空头市场，同一批年金基金经理人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



只把他们手头上21%的资金投入到价格极低的股市里。而巴菲特却大量地把伯克夏的资金投入到股市里。到1975年，伯克夏投资的股票总值增加到了3900万美元和一笔价值高达8700万美元的未实现收益。在这3年中，道·琼斯工业指数从852点下跌到804点，而伯克夏在普通股上已经实现与未实现获利为11200万美元。

伯克夏第一次大量收购的股票是华盛顿邮报公司。1973年，巴菲特在这家公司投资了1000万美元，而到了1977年，他的投资额增加到了3000万美元。华盛顿邮报公司是伯克夏涉足的第一个出版事业企业。巴菲特也在广告公司和广播公司上投资。伯克夏当时还曾持有联众集团（Interpublic Group）和奥美（Ogilvy&Mattler）两家公司的股票。1986年，伯克夏甚至提供了购并首都美国广播公司所需的资金。

1978年，巴菲特完成了到那时为止他最大宗的投资，以2380万美元收购SAFECO公司。根据巴菲特的分析，它是当时全国最好的意外保险公司。除了这家SAFECO之外，再加上GEICO（政府员工保险公司）的投资，总共占了伯克夏股票投资的29%。广告、广播以及出版公司占了37%，伯克夏的股市投资，几乎有三分之二都集中在两种产业团体上，即金融和周期性消费产业。

1980年，伯克夏拥有18家市场价值超过百万美元的公司，除广告、广播、保险以及出版公司之外，巴菲特还拥有银行（底特律全国银行）、食品公司（通用食品公司）、采矿公司（美国铝业公司）、凯塞尔铝业化学公司、克里夫兰——克里夫钢铁公司、零售商（沃尔沃）、服务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公司（平克顿）和烟草公司（雷诺烟草公司）。这些就是巴菲特多元化投资组合状况。

巴菲特一直不购买一家科技公司的股票，他认为自己无法对这类公司有充分的了解，难以做出正确的判断。他也不购买任何公用事业公司的股票。他对于利润固定的行业向来不感兴趣。1979 年，巴菲特曾对石油行业的阿梅拉克拉——赫斯公司以及埃克森公司进行短暂的投资。另外，他近年也曾购买一些股票套利。

80 年代中期，伯克夏总共进行了五种投资，即首都/美国广播公司、GEICO、华盛顿邮报公司、哈迪哈曼（Handy&Haman）和里尔西格莱尔。在里尔西格莱尔上的投资是为了套利而做的，而哈迪哈曼是一家生产黄金和银制品的公司，只占伯克夏 19 亿投资组合的 2.4%，而首都/美国广播公司，GEICO、华盛顿邮报公司三家企业在伯克夏普通股投资组合的比例达到了 93%，总价值高达 17 亿美元。在 1986 年里，巴菲特没有找到任何一个同时具有完善的管理系统及价格低廉的优良企业可以吸引他的投资。

1987 年 10 月，股市大跌，但一向在跌市中入市的巴菲特并没有在股价翻升以前让伯克夏增股持份。年底，伯克夏的持股总值首次超过 20 亿美元。令人惊异的是，当时巴菲特的手中仅持有 3 种股票：首都/美国广播公司、GEICO、华盛顿邮报公司，3 种股票的价值分别是 10 亿美元、7.5 亿美元和 3.23 亿美元。还没有谁能像他这样，如此集中下注，让 20 亿美元全部投资在 3 种股票上。

1988 年，巴菲特出色地收购了 1400 多万美元的可口

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



可乐股票。这是他继 1986 年首都/美国广播公司收购之后的又一件大宗投资。同年底，巴菲特在可口可乐上的投资高达 5.92 亿美元。次年，又增加了 917.75 万股，使得伯克夏在可口可乐公司的投资超过了 10 亿美元。这次艺高胆大的投资为伯克夏带来了丰厚回报，到了 1989 年底，伯克夏在可口可乐公司实现的收益高达 7.8 亿美元。在 1989 至 1993 年之间，伯克夏渐渐增加持股公司的总数，到 1993 年底，共持有 9 家公司的股份。

表 3-2　1993 年底伯克夏的投资组合情况

公司名称	投资金额（亿美元）	所占比例（%）
可口可乐	41	37.1
GEICO	17	15.4
吉列	14	12.6
首都/美国广播公司	12	10.8
威尔斯法哥银行	8.7	7.8
联邦住宅贷款抵押公司	6.81	6.1
华盛顿邮报公司	4.4	3.9
通用动力	4.01	3.6
健力士	2.7	2.4
合计	110.62	100

（资料来源:《股王之道》，中华工商联合出版社，第 343 页。）

从表中可以看到，前四家公司的股票占了伯克夏投资组合的 76%。按产业性质来区分，伯克夏的普通股投资组合中，52% 是从事日常消费产品的生产，29% 是金融业，15% 是周期性消费产业，而 4% 是资本商品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



按照巴菲特的说法，投资人应该好好守住几种看好的股票，而不应朝秦暮楚地在一群资质欠佳的股票里抢进抢出。巴菲特的成功主要是建立在9家成功的大宗投资上。

由于资本所得必须课税，因此，巴菲特认为，以财务利益的观点来看，他这种长期持有的策略，在获利方面比起抢短线的投资方式要有效得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四章　为什么受伤的总是我?

如果对大多数人投资失败的原因做一个简单概括，那就是巴菲特要求做到的，这些人大都没有做到，而对于巴菲特在投资中忌讳的，许多人却基于人性的弱点或感情的自发力量发挥得淋漓尽致。如果一个人的努力方向一开始就违背了成功的基本法则，甚至南辕北辙，那么等待他们的当然只能是失败。

◎　才疏学浅

知识就是财富，大凡在股票市场上有所作为者，都是在投资的知识领域有较高造诣或一定深究的人，他们每个人成功的具体原因虽然各不相同，但是有一点是相同的，那就是他们都遵循了某种特定的科学实用的投资思想和操作策略，都有洞察企业投资价值或分析市场运行规律等方面的真知灼见。

对巴菲特，许多人只羡慕他的成功，却很少注意他在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



求学的道路上所付出的汗水和艰辛。他擅长财务分析，精通企业管理，通晓投资之道，这一切都是他后天发愤苦读，勤学苦练的结晶。他的企业投资之道、安全边际学说、投资组合原理等既科学又质朴的投资思想，不仅闪烁出他个人智慧的光芒，更是他多年如一日不惧艰辛如饥似渴求学的真实写照。

股海如战场，这里拼的不仅是资金，更是知识、才智的较量。股市运行的影响因素很多，从宏观到微观，从经济到政治，从国内到国际，几乎每一个因素的改变都会通过投资者的心理因素这一传导机制直接或间接的波及到股票市场，并导致股票价格的波动。所以要想在股市上运筹帷幄，决胜千里，成为其中的少数赢家，就必须努力练就出眼观六路、耳听八方的智慧和能力。

不幸的是，我们的许多投资者都是带着先天的知识缺陷，参与到这个充满阴谋和陷阱的市场中来的。他们中的许多人没有受过专业教育，没有经历正规的投资技能培训。一些人对经济周期、通货膨胀、货币政策、行业前景、技术指标特别是企业财务等方面的知识了解甚少。回顾我国股民这些年的投资历程，颇让人心生感慨。当初很多人怀着致富的梦想，在个人知识储备不足的背景下，“赤手空拳”地来到这个虽然看不到硝烟却残酷异常的竞技场，面对拥有“洋枪大炮”（现代投资理论与实务）、“装备精良”的竞争对手，结果不是被打得“遍体鳞伤”，就是一败涂地。

先天不足，后天可以弥补，但是我们许多投资者却对后天“补课”缺乏足够的兴趣和耐心。他们中的一些人整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



天醉心于股价的涨涨跌跌，白天坐阵市场，两眼须臾不离那不断跳动的股价和指数，生怕因一不留神而错过宝贵的投资机会。晚上回到家，话题依然是股市的涨涨跌跌，甚至夜里做梦都和股市有关，一天下来紧紧张张，疲惫不堪。日复一日，这种全身心的精力投入不但无法使投资技术有长进，更可悲的是终日的辛苦换来的不是个人财富的增加，而是个人账户资金的日渐减少。

更叫人感到不解的是，许多人由于操作失误而造成手中的钞票成百上千大把大把地流失，但是若要让他们花上十几元或几十元钱买上一本或几本书，做一点点智力上的投资，许多人却一百个不愿意，舍不得，“一本书，十几元或几十元，太贵了！”“太不值了！”于是，日复一日，年复一年，市道变了许多，而他们的操作水平却依然如故，鲜有长进。

由于才疏学浅，缺乏主见、人云亦云和盲目效仿他人就成了这部分人的一大炒股特色。既然自己没有评估企业投资价值的知识与能力，对股价的运行规律更是感觉云里雾里，那么一定时期如何操作，是买进还是卖出自然只能由他人来指点“迷津”，自己心里没底，当然不如跟着别人走心里踏实，你买我也买，你卖我也卖。至于最终是赚钱还是赔钱，当然只能是听天由命了。在证券市场中，人多不一定势众，反而与逆向思维、相反理论相矛盾。当大家都抢着买进的时候大势就到顶了，而当大家都抢着割肉的时候大势就到底了，所以从众者往往是赔钱客。

有投入才有产出，而在股票市场上，光有账户上资本的投入还远远不够，更重要的是要有充分的智力资本的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



人。前些年中国农村流传着这样一句话，叫“要想富，先修路”，在股票市场上，获取知识就是人们走向富裕殿堂的必由之“路”。因此我奉劝那些已经入市或准备入市的投资者，在你的投资理论与相关知识还比较欠缺时，先不要急匆匆忙着下单，而是先静下心来好好学学，充实充实大脑。只有当你的投资知识丰富了，你在做投资决策时才会表现出应有的理性，才能有效地摆脱对他人的依赖和盲从，未来的投资生涯中，你才会少些教训，多一些成功。

◎ 盲人骑瞎马

投资制胜，一要知己，二要知彼。若既不知己，更不知彼（投资对象），那就无异于盲人骑瞎马——乱闯一气。

巴菲特的成功与他的自知之明关系非常密切。他在投资上从来不做自己力不能及的事情。他不只一次地劝告投资者：“一定要在你自己能力允许的范围内投资，能力有多强并不重要，关键在于正确了解和评价自己的能力。”他认为自己没有能力预测经济发展的趋势，也没有能力对股票价格的未来涨跌进行趋势“打赌”，所以对于股票价格在未来是上涨还是下跌，经济运行将会是繁荣还是萧条、复苏还是衰退，巴菲特很少研究和过问。他的注意力只有一个，那就是企业。但是他对入围企业也有严格的素质界定：业务简明易懂、发展前景乐观、未来的现金流量可以预测。而对报表模棱两可、文字表述含糊不清，或业务深奥难懂、运营状况起伏不定的企业（特别是网络类公司），他一概不抱希望，因而统统被排除在外而不予考虑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



由于巴菲特对自己的研究范围做了严格的范围限定，才使他能够集中精力对“优势圈子内”的企业进行深入的观察、跟踪、分析和研究。才使他的每一次投资都做到了有的放矢，并取得了一次又一次的成功。

与巴菲特相比，我们许多投资者无论是对自己还是对市场及所投资的企业都了解甚少。

人贵在有自知之明，可在股票市场上，许多投资者却偏偏在这一个基本常识性问题上犯了不该犯的错误。如，明明对技术指标是一知半解，却自以为很精通，等到因操作不当出现失误时，不是从自身找原因，而是责怪指标无用，怨天尤人。再如，本来不具备股价短期走势的预测能力（事实上这种预测本身就不现实），却在投资上经常忙进忙出，感情用事，结果是常做常错。还有，有的投资者擅长企业基本面分析，本应该在企业投资价值的分析上下功夫，进行中长线投资，但在实际操作上却抵挡不住短线的诱惑，在自己并不熟悉的股价运行的波段上进行频繁的短期操作。最明显的是，一个对股票市场知之甚少的人，不顾自己知识的欠缺，竟也异想天开地抱着发财的梦想加入股市里来，等等。

“盲人骑瞎马”，最可怕的不是自己“眼盲”，而是在自己“眼盲”的同时又骑在同样是患有“眼盲”疾病的“马”的背上。表现在投资操作上，一些投资者在选择投资对象上过于盲从，缺乏主见。

按说，投资股票就是在投资一家企业，既然买的是企业，就应该对企业有个清晰的了解。所投资的企业应该是经过精挑细选的，在业务状况、管理水平等方面能够达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



标。但在现实中，我们发现许多投资者在投资某一家企业的股票时，很少对企业有过认真的分析和评价。既不搞调研，也不看上市公司刊登的年报和中报，对企业日常发布的一些重要的临时公告同样视而不见。更有甚者，有的投资者对所投资的企业到底是干什么的都不清楚。和巴菲特相反，他们关心的不是企业，而仅仅是股票的外在价格。

迷信权威。有的投资者在选择企业时，缺乏独立自主的判断能力和意识，常把希望寄托在所谓的“专家”荐股上，今天专家说某某股好，他就买进，明日专家说某种股票不行，他就跟着卖出。在报摊旁边，我们经常看到，一些投资者买来报刊杂志，最急着想看到的就是股评文章，似乎惟有股评才能为他们指点江山，实现他们致富的梦想。

且不说一些股评家们的职业道德常常让人心生疑虑，就是他们的分析水平也时常难以让人信服。凭借他们的乱点鸳鸯谱，如何能指望自己在投资上有所建树呢?

◎ 暴富心理 异想天开

股市是产生神话的地方，许多人梦想“一日富百万”，抱着这样的心态入市的股民不在少数。和气才能生财，股市赚钱，必须做到心平气和。如果追求的目标不切实际，希望自己所投资的股票一天一个涨停，一个月翻上几番，到头来不但赚不了钱，反而会导致不必要的损失。因为具有这种投资心态的人，在投资实践上很难保持理性。

暴富心理导致“贪心”。这些人买入股票后，一旦股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



价上涨，他们对股价的期望也随之水涨船高，涨了1元想2元，到了2元盼4元。1999年亿安科技的股价超过百元时，许多人对这种股票的心理预期曾超过150元甚至更高，在亿安科技的示范作用下，人们对其他一些科技类公司股价的期望值也纷纷被调高到百元以上。对上市公司股价上涨期望“泡沫”的不断滋生、膨胀，使相当一部分投资者或是成了高位追涨的牺牲品，或是错过了宝贵的卖出时机。同样，股价下跌，一些人总希望产生反弹，但市场果真反弹，不切实际的主观幻想会重新涌现，“估计还会再涨吧?”“是不是牛市又来临了呢?”抱着这种想法自然不愿平仓出场，最后，等待股价两次下跌后才在恐惧心理的作用下被迫割肉出局。

暴富心理导致“性情浮躁”。由于买入股票后，希望股价出现大涨，但一旦事与愿违，股价不涨反降，即使是一个小幅度的回档，就会心神不宁，焦急万分，无奈之际，常常是慌不择路，仓皇出逃。如此没有耐心，轻率决策，频繁进出，只能给券商“打工”，根本赚不着钱。

暴富心理导致“赌博”。这在投资上的一个重要表现就是在大盘或个股的走势还不明朗，或在企业基本面的变化尚未明显改观之前，仅凭借自己的猜测，就轻易买进或卖出，企图靠碰碰运气发上一笔。例如，在大盘下行趋势尚未改变之前，许多人为买到最低价，经常去猜测市场的底部，结果是常猜常买常套。高位博傻也是“赌”的一个重要表现。这种投资的指导思想是，不怕自己是傻瓜而买了高价货，只要别人比自己更傻，愿意以更高的价格进货，自己就可以将股票卖给后一位傻子而赚钱。之所以说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这种做法是赌博，是因为这种投资策略面临的不确定性太大，因为别人是不是比自己傻，谁也说不清楚，一旦高价股拿到手后没有后来者来接货，后果不堪设想。这几年，重组股的炒作风起云涌，一浪高过一浪，多家企业在重组题材的刺激下，股价连番上涨，于是一些投资者就把大把大把的抄票“押”在绩劣垃圾股上，希望有朝一日，“乌鸡”能变成“凤凰”，然而时间一年一年的过去，“乌鸡”不但未变成“凤凰”，而且在亏损的道路上越走越远。

投资者若抱着赌博心理而进入股市买卖股票，无疑是走向失败的开始。在股票市场行情不断下跌中，遭受惨重损失的往往都是这种人。因为这种人在股市中获利后，多半会被胜利冲昏了头脑，像赌棍一样不断加注，直到输光为止；而在股市中失利后，他们往往又会不惜背水一战，把资金全部投在某一种或若干种股票上，孤注一掷。结果，往往是股价一天天下跌，钱一天天减少，最后落得个“偷鸡不成反蚀把米”的下场。

每个投资者都希望自己买到最低，卖到最高。但这种过于完美的生意只能存在于人们的幻想之中。因为你“不可能榨干最后一滴萝卜汁”。虽然许多人试图这么做——下意识地想从交易中赚取最后一点利润。从某种意义上讲，这种过于完美的要求等于说水不湿、太阳不发光、地球不绕太阳转，而这些都是闭着眼睛也能判断的事实。这种要求不仅不现实，而且贪得无厌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



◎ 贪婪恐惧 感情用事

贪本身并不是错误，如果极端一点说，买股票为了赚钱是贪，不买股票怕赔钱也是贪，买一半股票留一半钱是既想赚钱又怕赔钱更是贪，所以说参与证券投资的每一位投资者都或多或少的有一些贪的心理。关键问题不是贪与不贪，而是会贪与不会贪。适可而止、贪得有度就是会贪，不顾现实地贪得无厌就成了贪婪，就属于心理误区了。

投资股票，人们总希望低吸高抛，但是何处是“高”，何处为“低”，却没有精确的含义，有些人企图总是卖到最高，买到最低，到头来常常是弄巧成拙。有些投资者在股票价格上涨过程中，在没有经过认真研究的情况下，不断提高股价上涨的目标期望，担心卖了以后股价继续上涨使自己失去了可能得到的利润，甚至在价格已经很高的情况下仍然加码买进，这种贪念经常使投资者由赚大钱变成赚小钱，甚至最后变成亏本。一旦行情跌落，局面难以收拾。在下跌过程中，面对行情逆转毫无思想准备，处于极度紧张害怕的状态，等到行情快要接近谷底时却为了早一点摆脱噩梦、解脱自己，认赔出局，结果卖到了最低价。

有一个比喻非常形象，投资就像吃鱼一样，要去掉鱼头、不要鱼尾，只吃鱼身足矣。如果不奢望买在最低点，也不追求卖在最高点，那么股票投资就是一件很容易也很自然的事情了。投资也和对弈一样，舍弃一些局部得失而求得全局的主动和优势才是明智的选择。当点位已经很低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的时候还只看到风险而看不到机会，或者在点位已经很高的时候还不知控制风险而盲目追逐利润，只能是得小利而失大体，得局部而失全局，这都是不知适可而止和缺乏大局观的表现。

还有些人利欲熏心，把股市看成一夜致富的赌场，津津乐道于所谓“一夜致富术”，全然不顾自己的风险承受力和操作技巧高低去从事一些更为复杂、风险更大的股票交易种类，结果可想而知。

与贪婪相对的是恐惧。经过几次失败的投资者往往会有一种恐惧心理，这是造成下一步投资失败的一个重要的心理误区。比如经过一次深度套牢的股民在下次买入股票后就会变得比较敏感，庄家一震仓往往就惊慌失措、赔钱卖出。有时看到自己的股票价格下跌，满脑子总是担心股价会不会还要往下跌，终日坐立不安、六神无主。在恐惧心理的作用下，人们这时一般只注意危险的一面，只关心周围不利的信息，最后常常在大势逆转来临前夕，思绪混乱，惊恐万分地匆忙离开了股市。还有，刚刚在低位放掉一匹黑马的股民下一次会变得比较惜售，从而很容易错失一次真正的出货良机。另外，有的新股民在买入股票之前缺乏足够的心理准备，在少量亏损的时候尚不认赔，随着股票价格越跌越低，投资者的心理也变得越来越脆弱，最后几乎成了惊弓之鸟，当终于有一天承受不住对股价进一步下跌的恐惧的时候，在极低的价位也会卖出股票，从而造成巨额亏损。

根据实践经验，要避免巨额亏损，可以采取两个策略：一是在亏得不多的时候及时止损；二是在亏得很深的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



时候坚决挺住，一定要摆脱恐惧心理，要有“死猪不怕开水烫”的自嘲精神和“誓把牢底坐穿”的坚强意志。当然要是跟巴菲特那样，对所投资的股票的价值心中有数，在股价跌落至安全边际之时，由于无知而导致的恐惧感自然就无从产生了。

◎ 热衷短炒 投机过度

由于我国股票市场的不成熟、不规范，短线炒作一直是我国股市投资的一大特色。下面表中有关股票交易换手率的具体数据集中体现了这一点。

表 4－1：1992 年～2001 年沪深两市换手率一览表

时期	上证指数	涨幅％	换手率％	深综指	涨幅％	换手率％
1992	780.39			241.2		265.45
1993	833.8	6.84		238.27	－1.21	324.44
1994	647.87	－22.3		140.63	－40.98	691.79
1995	555.29	－14.29	519.41	113.24	－19.48	309.56
1996	917.01	65.14	760.05	327.45	189.16	949.68
1997	1194.1	30.22	534.99	381.29	16.44	662.32
1998	1146.7	－3.97	355.3	343.85	－9.82	411.14
1999	1366.58	19.18	421.55	402.18	16.96	371.61
2000	2073.48	21.73	369.93	635.73	58.07	387.22
2001.6	2218.02	6.97	136.31	658.27	3.55	131.99

（资料来源：上海证券报，2001.7.24。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从表中我们看到，1995 年以来，上海股市的股票全年交易换手率在 1996 年达到了 760%，即便是最低年份的 1998 年也达到了 355%。深圳股市的表现更为突出，1996 年换手率高达 949%，除了市场建立初期的 1992 年和 1993 年外，其他年份最低时（1995 年）也高达 309%。虽然由于机构投资者占的比例增加，1996 年以来两市的换手率总体呈现出降低的趋势，但总体状况与西方成熟的股市相比仍然偏高。

从投资者角度看，过分追求短期炒作主要是由于：缺乏基本的投资训练，行为容易趋向简单化操作；获利目标不明确，往往有过高的期望；心理素质差，在风云多变的股市面前，常常不知所措，而陷入追涨杀跌的旋涡。

从理论上讲，投资者要想通过短线投资取得收益，必须具备以下条件：

条件一：要把握住出、入市的时机。

条件二：要跟得上市场热点的切换。

条件三：大部分信息要及时、准确。

条件四：要有足够的时间投入。

短炒的精华在于快进快出，在较频繁的买卖中迅速赚取差价。这一操作特征要求投资者对入市时机的掌握水准要求很高。要知道，影响股价的因素既错综复杂，又千变万化。稍有疏忽，就会掉进股市的陷阱，前功尽弃。股价变化的随意之大，想必每个贴近市场的人都会有切身的体会。宏观的、微观的、国内的、国外的，任何一个不期而至的消息，都有可能彻底扭转股价的走势。面对如此变化多端的市场，试图去驾驭它的人，不仅要有过人的胆识，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



无畏的勇气，更要有精明过人的头脑、有能刺穿万物的火眼金睛。试想，有谁能做到这一点？虽说谁都不肯承认这是一场打不赢的战争，但披甲上阵之前，每个人最好先照一照镜子，然后再三思而行。

接下来是如何紧跟市场热点的切换。抓不住市场热点，说不定一套就是一二年。何谓短线？如何才能抓住市场的下一个热点呢？让我们回过头来去默默数一数过去的市场热点……不用说，这是一个很长很长的序列。从中找出规律性的东西来是难上加难。凯恩斯说：了解大众普遍接受的标准，是在股市选美大赛中胜出的必要条件。但过去的历史告诉我们，股市上投资人的群体心理似乎很难把握。

试图去找下一个市场热点，把人们推向比解决第一个问题更为艰难的境地。

我们再看条件三，要有准确与及时的炒作信息。在庄家建仓的初期介入，在发生重大重组之前持股，无疑是每个短线客的梦想。而市场也确实在不断创造这样的故事。当巨额的利润在人们不经意间来到；当在如此短时间内，就创造如此丰厚的利润；当简简单单的付出，就获得惊人的回报时，人们很自然地修正了自己的行为方式。追逐内幕消息、剖析庄股动向的游戏就这样开始了。在公司公布下一期业绩之前，内幕消息的打探取代了对盈亏的预测。在每种股票的异动中，人们注意的不再是企业的经营变化，而是主力的动向，当股票有庄家介入时，每个人几乎都变成了圈中人，低买高卖的市场操作，也演变成了与庞大庄家的明争暗斗。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



很显然，不是每个人都能玩得起这场游戏。当市场的不规范造就了一批欲操纵市场的弄潮儿时，这注定是场小圈子人玩的游戏。有素质的圈内人绝不会将有价值的消息传出去，因为他无法知道下一轮的扩散会以什么样的速度增长。当消息满天飞时，也就同时验证了消息的无价值。自作多情者自然成了这场游戏的牺牲品。巴菲特说：一个谣言加一百万足以使投资人破产，就是说谣言就是谣言，不可信。有时谣言是华丽的，足以使人相信它的权威性。有时谣言是善意的，因为它来自投资者的朋友。但这不过是使误会显得美丽一些罢了，最后倒霉的还是投资人自己。

最后是时间问题。就算某人胆识过人，身手不凡。但是为了投资，他在时间上能有充分的保障吗？投资是一个复杂的分析和抉择过程，人们在做每一项投资决策前，需要从技术、市场、企业、政策等制约股价走势的方方面面进行考虑。这需要付出相当的时间和精力。要想在短时间内做出周全的考虑几乎不可能。不知道那些天天跑证券部的人，有无正当的职业。即使有，恐怕也是三天打鱼、两天晒网。某种意义上说，短炒很似赌博。即使不上瘾，也要投入大量的时间与精力。对有些人来说，或许工作压力不大，炒股的时间很充裕。但这绝不会是大多数人的境况。既要频繁进出，又不想耽误工作与学习，必然会掉进自己设置的怪圈。除非炒一把就走，但能够做到这一点的人似乎很少。

对每个人来讲，量力而行是做任何事都要坚持的行为准则。对于许多短线客来说，很少有人能够同时做到上述

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



四点，既然满足不了确保短期炒作成功必备的基本条件，这样从致力于短炒的开始，人们就已经把自己置身于远离成功的危险境地了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五章 我们应该向巴菲特学习什么

记得 1997 年巴菲特的投资事迹传入中国后，市场对巴菲特的反映是趋之若鹜，甚至顶礼膜拜，但真正对巴菲特的投资理论进行全面系统研究的投资者并不多。许多人对巴菲特的了解仅来自于投资者之间只言片语式的“道听途说”，结果对巴菲特的投资思想不是机械照搬，就是断章取义。在投资出现失误以后，不是从自己主观上找原因，认真检讨自己，而是把责任推给了巴菲特，进而对巴菲特的投资理念产生怀疑甚至出现抵触情绪。

诚然，并不是巴菲特的每一句话都是金科玉律，更何况国情不同，巴菲特某些具体的投资思想也并不都完全适用于我国的股票市场。全盘否认不对，不加区别地全盘接受同样也不可取。巴菲特最值得中国投资者学习的是他在投资时表现出来的超乎寻常的理性和他对自己制定的投资原则言出必行、始终如一的忠实遵守。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



◎ 拥有一种投资哲学

巴菲特的成功与他的独特和反传统的投资思想密不可分。他在总结自己的投资哲学时说，他的投资哲学来自于格雷姆的教诲，基本内容就是他时刻牢记的两个规则。规则之一：永远不要损失；规则之二：永远不要忘记第一条。

巴菲特说："我认为，格雷姆有三个基本思想观点，足以作为你智力结构的基础。我无法设想，要想合乎情理地做好股票投资，除了这些思想观点你能求助什么。这些思想观点没有一个是高深莫测，也不需要数学才能或者与此类似的深奥知识，你应当把股票看成许多细小的商业部分，要把波动看做你的朋友而不是敌人，利润来自对企业的'愚忠'而非市场的波动。投资的最为重要的几个字眼是：安全边际。我认为，这些思想观点，从现在起百年之后，将仍然会被认做合理投资的基石。"

他同时还说，当适当的气质与适当的智力结构相结合时，你就会得到理性的行为。

他多次忠告投资者，投资股票不要冒风险。否则就会给未来的成功带来很大的不确定性。

巴菲特坐出租车的时候，经常被某些自认为"艺高人胆大"的司机吓得胆战心惊。有一次，在雨中，车子的速度是每小时 100 公里，他忍不住请司机把车子慢下来："突然碰上一个人甚至是一辆车怎么办？"

"意外总是有的，走在路上也可能被楼上掉下的花盆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



给砸了。”司机说，“这可能是许多司机的想法。人生有许多意外，是避免不了的。可开车时若发生意外，很可能意味着毁灭。所以，尽管有时道路格外宽敞，我认为还是应该遵守路标上规定的时速驾车。”

巴菲特的投资哲学要点之一也是如此。他曾说过，从其导师格雷姆那儿主要学到的，就是投资的安全性。

2000 年证券市场发生的事情可以很好地来印证巴菲特的观点。

2000 年上半年很富戏剧性。首先是朱利安·罗伯森的“老虎基金”关门让人震惊。而在前几年，很多机构投资者都十分欣羡“老虎基金”的业绩。同时，巴菲特掌管的伯克夏公司的 A 股从 1999 年到 2000 年的 3 月下跌了近一半，每股的账面价值增长率创下 35 年来的最低，仅为 0.5%。

但在 4 月，美国股市开始大跌，NASDAQ 指数下跌了近 30%，而巴菲特在这个月中却赚了 5.7 亿美元。这样，他也在 4 月 29 日的股东大会上免去了麻烦。因为据《纽约时报》报道，有一名股东原本准备用西红柿砸向巴菲特的。

而在前一天，与“老虎基金”同样大名鼎鼎的索罗斯“量子基金”也要消失了，老板索罗斯同时宣布该基金的管理人退休。“老虎基金”的失败在于投资所谓的传统股票，而这原本被认为是最安全的。“量子基金”的失败在于投资科技股，先是大赢后是大输。

很明显，若我们还是执着于前一阶段有关“传统股”和“新经济股”谁值得投资谁是泡沫，就没把握住问题的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



重点。

“在马拉松比赛中，你想跑第一的前提是必须跑完全程。”巴菲特经常用类似的比喻来说明自己的投资风格。“量子基金”和“老虎基金”曾取得过投资市场这个马拉松的阶段性第一，但未跑完全程。

巴菲特从格雷姆在早期尤其是30年代美国股市大崩溃的挫折经历中，悟到了股市中形形色色的圈套。1919年，格雷姆才25岁。那年在他家附近的哥伦布广场上竖起了一个大霓虹灯。夜幕中先闪出“SAV”（萨吾），然后又闪出“OLD”（奥尔德），最后将它们拼在一起，便组成了“SAVOLD”（萨吾奥尔德）。格雷姆一打听，原来萨吾奥尔德公司准备将生产专利授予各州的分公司，而这些分公司也将一一上市。

果然，萨吾奥尔德公司的两个分公司相继上市，且股价表现出色，使得在一级市场买入这两家公司股票的格雷姆尝到了收获的喜悦。紧接着又传来了宾夕法尼亚州萨吾奥尔德也将上市的消息，但是这时母公司的管理层宣布改变以往的计划——这将是最后一家要上市的公司，且这家公司拥有纽约和俄亥俄州以外全国的生产经营权。

这意味着最后的一次机会。格雷姆投入了6万美元申购。

其实这些都是公司管理层设下的骗局。当宾夕法尼亚州萨吾奥尔德股票规定的上市日期到来之际，突然之间，所有萨吾奥尔德股票全线下跌。格雷姆被搞糊涂了，不知发生了什么事。几个月后，萨吾奥尔德公司在市场上消失了，似乎根本没有存在过。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



到这个时候，格雷姆仍对萨吾奥尔德究竟是怎样一家公司毫无所知。调查之后，他得出一个令人悲伤的结论："萨吾奥尔德事件中惟一真实的，只有那座矗立在哥伦布广场上闪烁着公司名字的霓虹灯。"

很难想像这位后来成为"证券分析"之父的人物在年轻时是如此冲动和莽撞。但正是这次创痛，才让格雷姆和其后的巴菲特对投资圈的反复无常乃至卑鄙恶劣保持警惕，并进行了有力的系统的批判。他终于知道，在种种圈套与欺骗之后，企业内在的价值才是投资时真正可以考评的对象。

中国证监会首席顾问梁定邦先生在总结巴菲特投资哲学时，将其归纳为三条基本原则：

第一，时刻牢记一个企业的账面价值、内在价值和市场价值之间是有区别的；

第二，投资的基础是内在价值；

第三，作为一个所有者去投资。

何谓"内在价值"？巴菲特的定义是："它是一家企业在其余下的寿命中可以产生的现金的折现值。"而"账面价值"，顾名思义，便是通过会计方法记录在公司账簿上的价值。

巴菲特曾通过对大学教育作为一种投资形式的分析，来说明什么是内在价值。教育的"内在价值"（不包括非经济效益）的表述为"我们必须估计毕业生在他的整个一生中拥有这种教育所获得的收益估计值。这给了我们一个超额的盈利数值，因此必须按一个适当的利率将其折现至毕业日。这样计算出的收益等于教育的内在经济价值。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如何计算“内在价值”，是每位投资者的必修课。当分析报告的结论是内在价值远高于市场价格时，就应买入；反之，则卖出。

如果投资者阅读不同分析师有关同一家公司的报告，会发现有关“内在价值”的评估结果相差悬殊。因为它取决于每个人对未来利率的变化和现金流量的估计，这两个变量有时会差别极大，更要命的问题可能是“公司余下的寿命”。由于每个人对企业内在价值的估测值相差悬殊，市场价格的大幅波动就成了很自然的事情。

所以，“内在价值”的估测顶多一半是科学一半是艺术，它需要其他外在的调查和直觉。但牢记“内在价值”尤其是它与“账面价值”、“市场价值”有区别，有助于指导人们的投资行为。

《格雷姆自传》曾讲述一个格雷姆利用“内在价值”与“账面价值”赚钱的故事。

1911年，美国最高法院下令解散具有垄断性质的标准输油管公司。这个拥有31个公司的巨大联合体中，有8家公司脱颖而出。当时它们都是很小的输油管经营者，负责把原油从各个油田输送到炼油厂。但没有人了解这些企业的财务状况。它们公布只有一行字的“收入账”，记载着当年的净利润以及一份最简略的资产负债表。

有一次，格雷姆浏览了一份州际商业委员会（ICC）的年度报告，想从中得到一些关于铁路公司的详细资料。在这份报告的最后，他发现了输油管公司的一些统计数据。表格上注明这些数据“来源于公司上报给ICC的年度报告”。格雷姆很快搭上开往华盛顿的火车，到达ICC，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



进了档案室，查看这 8 个输油管公司 1925 年的年报。使格雷姆惊讶的是，所有这些公司都拥有巨额的最好的铁路债券。其中几家公司仅这些债券的价值就超过了其股票的全部市值。而且他还发现，油管公司总的业务规模较小，但利润率很高。公司根本不需要这些债券投资。以北方输油管公司为例，它每股股价仅为 65 美元，每股支付的股息是 6 美元。但公司每股股票包含的现金资产就多达大约 95 美元。在格雷姆看来，公司不应该把现金资产投资于债券，而是应该把这些资产的大部分派发给股东。

于是，格雷姆在市场上购买了北方输油管公司的总共 4 万股股票中的 2000 股，使他成为继洛克菲勒基金会（持股比例大约为 23%）之后的第二大股东。凭借股东身份，格雷姆向管理层提出了公司应向股东多派发股息的建议，并就公司从事与其财务需要无关的债券投资的不合理性陈述了自己的理由。但管理层认为，他们比格雷姆更懂得输油行业，并且告诉格雷姆，要是不喜欢，可以卖掉手中的股票。

建议被否决后，格雷姆并未灰心。1927 年 1 月初，他参加了北方输油管公司的股东大会。那次的与会者包括 5 名公司职员和格雷姆。让人不可思议的是，公司的年报还没有准备好，通过它的议程却已经完成。格雷姆再一次空手而归。

但格雷姆并不沮丧，反而准备了下年的作战计划。他一方面买入更多的该公司的股票，一方面利用了当时不为人知的情况：北方输油管公司注册地宾夕法尼亚州已通过法律，要求公司通过累积投票制选举董事。这样，通过把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所有的代理选票全部加投到一名董事上面，即使只有少数人支持的股东也能确保自己的当选。按照北方输油管公司的5名董事的小型董事会规模，只要有1/6的股票代理权就可以选一名董事，只要有1/3代理权就可以选两名。

格雷姆亲自向100股以上的股东游说，最终控制的代理权超过1.5万股。在1928年1月的公司股东大会上，格雷姆与3名律师终于让管理层屈服，通过了向股东多派发股息的议案。

一项合理化建议经历几次波折才被接纳，原因是格雷姆的持股比例没有达到控股的程度。这件事使巴菲特很受启发和教育。

早些时候，《商业周刊》曾有一篇关于巴菲特控股企业的报道，他给人的印象一半是个实业家，一半是个金融家。事实确实如此。虽然巴菲特认为控股或100%地收购一家企业与在市场上购买股票没有什么区别，但通过控制公司及管理层，他保持了自己的主动权，不必像格雷姆那般辛苦和被动。

巴菲特曾在伯克夏公司的年报中，详述过自己的收购战略：

第一，对象是大公司，至少有1000万美元的税后利润；

第二，经过证明有持续盈利能力；

第三，在少量举债或不举债时，公司的净资产收益状况良好；

第四，管理得当；

第五，业务简单；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第六，明确的价格。

同时，他不会从事敌意收购，并偏向以现金方式收购。

除此之外，巴菲特还对这些标准不厌其烦地进行解释。比如，他在第二条中就强调自己对“预测”未来不感兴趣，对“扭转”局面也不感兴趣。巴菲特似乎对“扭亏为盈”有种类似美国老兵陷入越战泥沼后的焦虑。

巴菲特的确有过自己的“越战”。巴菲特合伙公司在1965年买下伯克夏公司的控制权时，它的账面资产净值只有2200万美元，而且全都投在了纺织厂上。1967年，巴菲特又用纺织业务产生的现金收购了国家赔偿公司而进入保险业。随后，伯克夏的经营越来越多样化，纺织厂在整个公司中的比重逐步缩小。

尽管到了1978年，纺织厂已成“鸡肋”，巴菲特仍恋恋不舍：“一、我们的纺织厂在其所处的社区中是非常重要的雇主；二、管理人员在汇报问题时直截了当，在解决问题时劲头十足；三、在面对普遍的问题时，劳资双方合作顺利，关系融洽。相对于投资，纺织厂应当能产生适量的现金。只要符合这些条件——我们希望如此——尽管有更加吸引人的资金投向，我们仍会继续支撑我们的纺织品生意。”

1979年纺织厂还略有盈利，但是从那以后它就一直在消耗大量现金。到了1985年7月，巴菲特终于决定关闭工厂——自1980年以来，美国已经有250家纺织厂关门歇业。

巴菲特对此做了一个经验性总结：“一匹能数到10的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



马是杰出的马——但不是杰出的数学家。”“与此同时，一家能在本行业内富于效率的纺织品公司是杰出的纺织品公司——但不是杰出的公司。”

虽然巴菲特在纺织公司的投资上经受了挫折，但这时巴菲特对重点持有的可口可乐与吉列等大公司具有无与伦比的自信。他依据的是这些公司过去的辉煌业绩。在1996年的伯克夏公司年报中，巴菲特说自己正在研究可口可乐公司100年前的年报（1896年），而那时可口可乐刚问世约10年。当时的总裁坎德勒说道：“大约从今年3月1日开始……我们雇佣了10名与办公室有系统联系的旅行销售员，这样我们就几乎覆盖了整个合众国的领土。”当时可口可乐的销售额才14.8万美元，到了1996年就已增至大约32亿美元，巴菲特对当时领导人的雄心与努力一直赞叹不已。而且，他乐观地认为，未来10年，这两家公司巨大的市场份额仍会增加，“所有的征兆表明，在下一个10年中他们会再创佳绩。”

巴菲特不是不担心“伟大公司的管理人员”会出错，尤其是当他们失去公司的基本目标时。“一次又一次，我们从导致管理人员的注意力离开正道的傲慢或者无聊的想法中，看到企业失去活力。”他知道，几十年前可口可乐曾培育过小虾，而吉列曾钻探过石油。“但是，那不会再在可口可乐和吉列出现，从他们当前和未来的管理人员来看，可以肯定这一点。”

巴菲特强调在评价企业时，必须注重对企业历史的分析。但他也曾反复重申“不能仅凭过去看未来，否则图书馆管理员都是大富翁了”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特年事已高，虽然我们不能肯定地说他未来不会犯错误，事实上，1999 年 5 月 1 日至 2000 年 3 月，他所持有的可口可乐在美国股市市值位居亏损第一的位置。而且，由于新兴市场对饮料的需求正处在一个相对饱和的时期。加之来自瓶装水、天然果汁等饮料的冲击，（可口可乐并没有做出及时的调整），使可口可乐在几乎保持了 20 年 7% 的年收益率之后，1999 年公司的全球销售额只增长了 1%，而其营业利润猛跌 20%，仅为 39.8 亿美元。在这种情况下继续长期持有可口可乐是否正确，显然是个深思的问题。但是，瑕不掩玉，从 100 美元起家至今拥有超百亿美元的资产，这种在风险市场上近乎神话般的卓越成绩，足以为他的个人投资史画上圆满的句号。

他在投资上取得的成功首先应归功于他所坚持的投资哲学思想，他的投资哲学的核心思想归结到一点就是：在有效回避风险的前提下去获取收益，通过安全边际约束和长期投资对短期股价变动风险的排除和过滤，把期望的投资增值建立在安全可靠的基础之上。这种安全第一，朴实无华的投资思想对许多投资者来讲并不陌生，但是，这正是我们许多人所忽略的。

◎ 要投资不要投机

买股票就是在做投资吗？许多人都这么认为。但是，这个问题在很多情况下不能简单地用“是”或“不是”来回答。投资这个词汇，在证券市场上，是使用得最为频繁，也是最为模糊的。甚至在许多场合明显存在着误导。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



绝大多数购买股票的人，不管他们出于何种原因，在何种市场条件下，以什么价格购买的，都会自认为在进行股票“投资”。

投资是一个美好的字眼，它体现了一种积极的理财行为，能够为投资行为人带来美好的生活和快乐的心情。特别是在当前，中国经济日趋市场化，人们生活中遇到的经济事务越来越多。“日出而作，日落而息”的田园生活将逐渐离我们而去，竞争将是我们时代生活的主题，因此，投资代表了愿意接受挑战、积极参与竞争、体现个人能力、发挥个人潜力的奋进精神。但是，说投资、讲投资甚至亲身实践投资，那么究竟什么是投资？我们在证券市场上的大部分买卖行为都出于投资的原则吗？

巴菲特的老师格雷姆的投资定义既科学又实用：所谓投资行为，就是经过全面彻底的分析，能够确保本金的安全并获得充分的回报。一切不合乎以上原则的行为都属于投机。

根据格雷姆的投资定义，投资行为有严格的规则。其一：一切可以称得上投资的行为都必须建立在全面而彻底的分析基础上。建立在任何消息、想像或臆断基础上的匆忙购股都是一种盲目的冲动，是在搏一种无法确定的可能性，也就谈不上投资。传奇基金经理彼得·林奇曾经劝诫说：不做分析就购买股票，就像不学驾驶就开车上路一样。可以想像一个毫无驾驶经验的人开车，可能产生什么样的结果。如果你是同样的盲从者，上了这位先生的堂·璜彩车，进行股市淘金之旅，你有信心战胜股市风风雨雨满载而归吗？华尔街天才少年司徒延恩发现，许多人花在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



快餐店选择吃哪种汉堡的时间甚至比花在选择买何种股票上的时间还要多。在证券市场上，消息泛滥，流言盛行，着实令人吃惊，许多人都是根据传言买入卖出股票，比如“某某机构做某某股票啦，主力准备把某某股票炒到多少价位啦”等，而且对诸如此类的传言，“传言者”大多不会忘记加一句“据说是很可靠的”。流言的产生可能有着复杂背景，有些是出于某些投机人特定的目的；有些甚至就是某些市场人士的信口雌黄。在我们现在尚不成熟的市场上确实存在着内幕消息的外泄。但是对普通的个人股民，谁又能分清其中的真假虚实？许多传言都打着内幕消息的幌子。不做分析，根据传言、臆断和猜测买卖股票就是投机的开始。

其二，投资的行为要能确保本金的安全。证券市场是一个高风险的市场。风险的意义何在？就在于它常会使其中的游戏参与者遭受资本金损失。大家都知道，在激烈竞争的时代，赚钱不容易。证券市场上，前一笔收益100%，下一笔只要损失50%，就又回到了起点。由于股市存在许多假想和陷阱，很容易发生损失。也正因此，许多实际上是由于自己的错误而发生的损失，总能为自己找到各种各样的心理安慰，并且很快地忘掉那些不愉快的经历，很少去总结失败的经验教训。许多人都希望自己手中的股票一买就涨，对获利的期望远远大于可能发生的损失。《孙子兵法》曰：先为不可胜，以待敌之可胜。这一策略完全适合证券投资，进入证券市场的第一个目标就是力求避免资本金的损失，然后再追求可能的利润，格雷姆和巴菲特围绕价值投资方法所倡导的“安全边际”，正是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这个意思。价值投资方法就是在证券市场上搜寻价格与内在价值存在显著差异、能够使投资人得到安全保护的公司股票。

其三，投资行为要保证能够有充分的回报。投资不是博彩，博彩的结果是可能中彩也可能不中。而投资行为对结果的要求不是一种可能性，它要求确定性。就是说，对一个股票经过全面的分析做出买入决定时，它不仅能保证资本金安全，而且要能够给投资人带来充分的回报。两者缺一不可。如不能确定其中任何一个目标，都不要急于做投资决策。留心一下周围进入股市的人，就可以发现，尽管他们对获利热情急切，但却不太关心获利确定性问题。他们往往在一个假设的前提条件下来考虑获利。而这个前提条件常常未经过全面而彻底的实证分析。在大部分情况下，这种假设只不过出于投机人个人对利益渴望而宁愿相信的幻影，就像教徒不去证明上帝是否存在而宁肯相信上帝存在一样。这么分析下来，对买股票是不是投资这个问题就不言自明了。

可以说，投资的要求是十分严格的，不符合如此严格的规则的行为，都是一种投机。对不能确定的可能性进行抉择，就是一种博彩行为，也是一种侥幸的投机行为。对投资者来说，参与证券市场应尽量以投资的心态买卖股票，远离投机。做每一个买卖决策时，可把自己的行为与格雷姆对投资的定义对照一下，问自己三个简单的问题：该股票经过自己全面分析了吗？能保证本金安全吗？能带来满意的回报吗？也许每一个买卖决策并不是百分之百地符合以上原则，但经常对照，能够使你尽量地从投资角度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



考虑问题。特别是，这样做可以帮助你远离那些过度投机的股票，避免不幸的发生。

◎ 注重价值 扬长避短

当前的中国股票市场还不是一个充分的有效性市场，大量的信息不对称现象的存在妨碍了投资者对企业投资价值的正确研判，股票价格对决定其水平高低的因素的变化反映滞后，一些公司的股价没有充分反映包括公司财务报表所公开的企业基本面的真实情况，绩优公司与绩劣公司的股价“倒挂”现象严重。

在非有效市场条件下，与一些市场主力机构相比，普通投资者在信息获取的及时性和可靠性方面总是处于劣势。股市上常有这样的反常现象，明明是利多消息，股价却不涨反跌，而消息本来是利空，反映在股价上却不跌反涨。之所以存在这种利多出尽就是利空、而利空出尽变利多的现象，一个重要原因就是由于在利多或利空消息出来之前，这些市场信息早已被内部人提前利用了。如果人们根据这些迟到的市场信息买卖股票，结果十之八九是赔钱。对于这些由公司临时发布、随时可能“出笼”的信息，我们暂且给它们命名为“流动性信息”，由于普通投资者耳目不畅，打探和利用这些“流动性信息”，有时难免会掉进主力刻意设置的信息陷阱，这样做无疑是成就了市场主力并夸大了自己的市场投资劣势。

但是市场的非有效性对于富有理性的投资人也会提供难得的获利机遇。由于市场的非有效性，总有一些上市公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



司的股价会被市场低估，同时，由于市场的非理性，熊市时过度恐慌的市场抛售不仅会使价格被高估的公司股价大幅下跌，而且行业好、业绩优良的公司的股票一般也不会幸免于难，这种泥沙俱下的非理性下跌，为人们逢低介入优质企业提供了难得的买入时机。格雷姆有句名言："以近期的眼光看，股市是一个投票箱，以长远的眼光看，股市是一个天平。"而投资者能否买入价格被低估的股票，抓住赚钱的投资机会，主要取决于对企业投资价值的正确理解和判断。

企业内在价值的衡量可以有许多方法，作为投资者，很难有机会和能力去全面仔细地实地考察一个公司。按照巴菲特的说法，我们根本没有必要去努力探求投资对象的各方面情况，只要我们抓住最本质的就行了，这就是经营的业绩，而与业绩相关的就是其所在的行业，即是不是一个有前途或未来很确定的行业。无论是公司的所属行业还是其自身的经营业绩，我们都可以通过上市公司的招股说明书和上市以后的各年度的业绩报告等来加以分析和评判。为了与前面的所谓"流动性信息"相区别，我们不妨把企业已经发布的招股书、业绩报告和过去的重要公告称之为"确定性信息"。这些白纸黑字对每个投资者都可以平等地加以利用。如果我们能够把上市公司历年的这些确定性信息搜集起来，并按时间顺序加以排列和分析，我们就可以得到上市公司发展的脉络和主线，就能对上市公司的投资价值做出比较准确的把握和判断。之所以强调依据这些多年的确定性信息来评估企业，是因为公司业绩的动态多变性，只有把过去和现在的经营情况综合统筹起来，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



才能比较准确地看出一家公司的运行状况和运行规律。这样当某家公司的股票价格被市场低估时，我们才能像巴菲特那样做到慧眼识金。

◎ 克制情绪 保持理性

巴菲特说，他之所以能有今天的成就，是依靠了“自律”与“愚蠢”这两样东西：自己的自律和别人的愚蠢。

有人说，股市的波动如海浪一样，起伏不定，人们的心理也随着股市而变，上升时欢乐，盘整时迷茫，阴跌时使人忧愁悲观，狂挫急泻弄得人们恐慌不已。然而，我们翻开深沪股市的历史图表看，每当股市经过阴跌至急跌，市场情绪从悲观到恐慌，此时却正是最好的入货机会，正所谓物极必反，否极泰来。而当股价气势如虹，节节攀高之时，正潜伏着“杀机”，是出货的最佳时机。正所谓，祸兮福之所隐，福兮祸之所伏。

由于非理性的投机性炒作，大涨大跌成了这些年中国股市运行的一种常见现象。既充满着风险，也包含着巨大的投资机遇。但要想把握这种高盈利的机会，必须具有与众不同的思维和超人的胆识。特别是要能够把握市场的情绪，在几乎所有人都绝望的时候勇敢地进场。

1992 年 11 月，沪股经过一轮上升行情之后出现下跌，当上证指数由 1429 点一直跌至 319.77 点时，很多股票都已跌破了发行价，一些退休工人坐在街上嚎啕大哭，还有人到政府部门请愿，说是把本钱还给他们吧，今后再也不炒股票了，更有年轻后生因借钱炒股亏损而自杀。此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



时人们的心情，是视股票如倒霉的扫帚星，几乎所有的人谈到股票都直叹气摇头。然而，最好的机会正是在这样的时候悄悄到来。因为在一个刚刚起步的股市，股票跌破发行价是一种不太正常的现象，从发展股市的角度看，主管部门不会坐视不理，也正是在人们面对跌得面目全非的股市不知所措之时，目光远大的投资者奋勇进场，此时大口吃货往往被人们视为疯子，但正是这些人才是最大的赢家。因为随后出现一波行情，总升幅达300%以上。

1996年初，深沪股市指数和综合指数分别在1000点和400点左右徘徊，在经历了长期的下跌之后，当时的市场气氛极度悲观，大多数投资者都认为股指还会继续下跌，股评机构对股指的看法更是跌声阵阵，当时有些股票的价格已经跌破了发行价。这时，只有少数有远见的投资者默默吸筹。深发展的股票在1996年初只有7元左右，虽然已到了底部，却乏人问津。

长期的下跌使空方能量得到充分的释放，1996年春节后，股市借助调低利率，经济复苏等各种契机，迈开了上升的步伐，而且一发不可收拾，深发展从7元起步，一直升到18元，除权后，继续狂涨，令低价建仓者大获其利，利润翻了几倍。琼民源股票从2元一直涨到20多元，令许多投资者望之兴叹。同时股指连创新高，近乎疯狂，在1996年12月初，深圳股市大涨至4500点，大有高处不胜寒、过度投机之感，而此时的投资者的心理预期目标更是在6000点、8000点，甚至10000点的水平上逐级而上，过度乐观的心理预期，使他们只知买进，对股市风险早已置之度外，对政府的风险教育同样是置若罔闻。随着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



指数的不断上涨，风险在迅速聚集，《人民日报》社论发表后，股指出现连续三天的跌停板，令许多股民高位套牢。

1994 年 7 月末，当时沪股已跌到 325 点，但市场普遍认为跌至 200 点非常正常，说是由投机向投资的回归。深股则跌至 100 点以下，最低 94 点。80 点甚至 60 点指日可待的看法不但在市场流传，报刊也连连登出，当时一些投资者情愿将“8.10”风波中高价买来的中签表平价转让，但无人接受。因为按当时其他股票的股价看，这些中签表若去交款，上市的价格一定很低，连本钱都拿不回来，还不如放弃的好。可见当时市场已悲观到何等程度。然而就在此时，深沪股市借助证券主管部门推出的三大救市措施由低位发力向上，在两个月的时间里，沪股由 325 点升至最高 1050 点附近，总升幅 223%，深股最高为 234 点，升幅也达 148%，若选准了个股，最高盈利可达 500%以上。可能有人会说，没有主管部门的三大救市措施，深沪股市不可能飞速回升。其实这只是一种契机，它只对股市的回升时间和力度有一定影响，根据当时市场的跌幅、人气及悲观的程度看，向下的空间已非常有限，而调头向上势在必然。

笔者在本篇列举这么多事例，无非是想让投资者明白，充满风险的股市同时又酝酿很大的盈利机会，这些机会在中国股市客观存在。我们要想把握这样的时机，就必须要有超乎一般人的勇气，而这种勇气是建立在与众不同的思维方式上。只要明白升跌交替永不停止乃股市永恒的定律，当几乎所有的人都处于悲观甚至恐慌的阶段，说明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



能够卖的和想卖股票的人都已出掉了手中的股票，股市下跌在一定时间和程度上已达到某种极限，而这种“跌透的极限”正表明升势将会到来，这种时候即是最好的买进时机。

◎ 注重长线 长短结合

对优质企业在安全边际基础上进行的投资，使巴菲特很自然地成了上市公司的长线买家，并使他对短线炒作显得格格不入（他曾建议对持有股票不超过一年期的投机者所获利润课以100%的税收）。

巴菲特说：“我和查理都期望长时间地持有我们的股票。其实，我们希望持有股票一直到老。”

“我们喜欢购买企业。我们不喜欢出售，我们期望我们与企业的联系能持续终生。”

“对于那些投资数额较大的股票，我们大多都持有了很多股份。我们的投资决策取决于该企业在那一时期的经营绩效，而不是哪一个给定时期的价格。在能够获得整个公司的时候，过度关注短期收益是极其愚蠢的。同样，我们认为，在可以买下一家公司的一小部分（例如可购买的普通股票）的时候，却被短期投资的预期收益所迷惑，也是不明智的。”

巴菲特不仅自己投资时着眼于长期收益，他还希望伯克夏的股东能尽可能长时间地持有他们的股票：“如果我拥有一家俱乐部，或者说我正在一家教堂里布道，我不会把俱乐部成员是否具有高级身份，或者教堂里的听众更新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



得是否频繁，作为衡量自己成功与否的准则。我最想要的结果是，没有人离开他的座位，这样任何其他的人都无法捞到一个座位。”

巴菲特同时还举例说，可以以这种方式思考公司收购：“起初它有点像一段罗曼史。你花时间与异性来往，了解她们，进行你的第一次约会，最终，重大时刻来临了。然而你会在第二天就开始考虑要不要以两倍到三倍的价格卖掉它？”

巴菲特说，他是一个瑞普·凡·温克尔式的投资者：“我最喜欢持有一家公司股票的时间段是：永远。”

这不仅是巴菲特依据他的投资理念和投资实践得出的经验总结，也是他对股票投资者的忠告。

许多人认为，与美国股票市场相比，中国股票市场还很不成熟，特别是作为股市运行基础的企业绝大多数尚未建立起真正意义的现代企业制度，企业的长远发展还缺乏制度保证，多数上市公司目前并不具备长线投资价值。因此，巴菲特长期投资理念在中国还缺乏应有的经济基础和制度保证。

确实，中国股市作为发展仅十余年的新兴的股票市场，目前还存在诸如企业上市把关不严、上市公司素质不高、大量绩劣垃圾股充斥市场、上市公司内部“一股独大”等许许多多亟待解决的问题。据统计，扣除 1999 年中期亏损和微利（每股收益 0.03 元以下）企业，2000 年中期有 140 多家公司净利润同比降幅超过了 50%。而在这个群体中，又以新上市公司的业绩快速“折旧”和部分公司配股后业绩急剧滑坡最为引人注目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



但是，是否由此就可以得出中国上市公司就不具中长线的投资价值呢？如果我们以 1994 年 7 月为起点，简单审视一下沪市大盘和个股的运行图，这个答案就会不攻自破。

表 5－1 沪市大盘及部分个股 1994 年～2001 年涨幅情况

种类	1994 年最低价	2001 年最高价	涨幅（倍）
沪市综指	325	2245	5.91
600600	3.05	11.25	2.69
600601	4.6	42.98	8.34
600602	1.81	14.78	7.16
600603	4.15	20.43	3.92
600604	2.96	11.62	2.92
600605	1.95	24.95	11.79
600606	1.85	21.81	10.78
600607	3.21	23.35	6.27
600608	2.51	17.74	6.06
600609	1.55	8.5	4.48
600610	2.8	16.07	4.74
平均			6.28

（资料来源：胜龙分析软件。）

从综合指数和上述个股涨幅情况看，沪市综合指数 7 年间上涨了 5.91 倍，11 家个股涨幅的平均值是 6.28 倍。其中涨幅最大的轻工机械为 11.79 倍，青岛啤酒涨幅最低，但也达到了 2.69 倍。上述计算结果没有考虑个股 7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



年间的红利分配和送配情况，显然若考虑个股除权，实际数据要比表中计算的结果大得多。不知道投资者看到个股7年来运行的这个结果会做何感想。如果你能在1994年7月市场最悲观的时候大胆买入（巴菲特常常如此），7年的时间，你的账户资金最少也上涨了3倍，最多的要达到十几倍，甚至——如果你慧眼识金，选择了像清华同方、东大阿派等绩优高成长股——你的账户资金更会有几十倍的增长！

上述是沪市自600600至600610前后依次相临的11家个股数据，这样做的目的是为了使所选样本更具有随机性和可信性，更能体现长线投资的优势，但这并不意味投资者今后在对个股进行长线投资时可以不加选择。长线投资要想取得预期的收益，投资者必须遵循以下几点：

要注意精选个股。长期投资的核心是找到真正值得长期投资的企业，然后在适当时机大胆买入，长期持有，坐等优厚的投资回报。

要坚持在股价运行的底部区域买入，而不是盲目追涨。许多人觉得长期投资的关键是长期持有，这并不全面。长期投资第一位的是投资，是物有所值。许多信奉长期投资的人有长期持有的耐心，但没有等到底部的耐心，其实，第二个耐心更重要。匆忙买进往往是导致投资失败的主要因素。

长线不等于永远。若公司的基本面出现了于长线投资不利的变化，或股价严重高估，那么就应择机卖出。有时股价在投资者买入后不久即出现快速扬升，也可考虑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



随时获利了结。

要注意止损。传统的长期投资理论认为，买入后无论股价怎样下跌都不要卖出（甚至还要买入）。在中国股市的现阶段，坚持这种理念存在极大的风险。因为：

对公司投资价值的判断可能有误。如前些年被许多投资者特别是被众多股评家、咨询机构一致看好的一些绩优蓝筹股，如湖北兴化、蓝田股份等，现在都已经沦为亏损股或问题股。曾一度被股评人士视为跨世纪蓝筹股的银广夏原来竟是一个几乎让人们血本无归的市场垃圾。

公司基本面可能发生新的变化。普通投资者对公司情况的了解总是滞后的，公司经营情况开始恶化，总是一些机构和内部人先知道，他们先动作，造成股价下跌。虽说股价的变化并不总是反映公司的基本面，但是如果投资者在依靠公司的基本面买入某公司的股票后，该股票的价格在自己认定的安全价值投资区域出现不可思议的跌落，那么很可能是由于公司的基本面已经发生了变化，这时投资者就应尽早了结。

上市公司的公开信息可能掺假。普通投资者对上市公司情况的了解主要是通过公开信息资料。现在的问题是，上市公司披露的信息常有不真实的情况出现，甚至有些竟是带有严重误导性质的虚假信息。在这样的信息环境下，投资者就需要格外谨慎。

◎ 耐心是金　贵在坚持

耐心是人性高素质的一种标志。在股市里耐心更是成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



功的先决条件。巴菲特的成功与他个人出色的忍耐力密切相关：只要股价未跌到他事先设定的安全边际，他就“咬定”钞票不放松，时机未到，决不出手！正因为这种超乎寻常的忍劲，才保证了他每一次投资的成功。

耐心就是财富。上海股市从 1992 年 5 月的 1429 点跌至同年 11 月的 386 点，跌幅达到 73%。许多人手中的股票市值大幅缩水，中国股市对中国股民的第一次考验似乎有些过于残酷。许多人耐不住“熊气”的煎熬，在黎明前的 400 点左右绝望离场。据说当时上海有一位股民，颈上挂着一块小黑板，上面写着:“长期投资——电真空，2500 元——450 元”。脸色之凄惨，令人目不忍睹。但是如果能忍耐下来，上证综指在第二年 3 月又攀升至 1558 点，电真空经过拆细也重上 2000 元之上。从 1993 年 3 月上证综指自 1558 点持续跌至 1994 年 7 月的 325 点，历时 1 年零 4 个月，跌幅更是超过了 79.1%。不少人忍痛出局，结果一个个上演了从大户变散户、由老板成小贩的惨景。但是如果经受了这一考验，1997 年 5 月上证综指又重返 1500 点。1994 年末、1995 年初，上海股市曾出现“新上海概念股”的热点，一批批上海的上市公司一上市就被炒得火热。但接下来这些曾一度被炒的沸沸扬扬的股票，后又变成了所谓的“死亡板块”。以上菱电器为例，1994 年 9 月最高价为 21 元，之后，至 1997 年 7 月在长达 3 年的时间里，股价始终在 7～10 元之间徘徊。随着资产重组热的开始，该股从 1997 年 7 月的 7 元持续攀升至 1998 年 9 月的 17.5 元。仅 1 年零 2 个月，升幅就高达 150%。所以，“忍耐是金”是句千古名言。当然，我并不是要求大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



家在高位介入耐心持股，而是说，如果投资者在高位没有出手，低位就不要轻易斩仓，拥有耐心可以帮助投资者平稳度过黎明前的黑暗，迎来牛市希望的曙光。

耐心持币。中国股市目前只有现货交易，投资者要想投资获利，必须先买后卖，低买高卖，而且买入时必须拥有足额的现金。耐心持币可以在有利的投资机会来临之时，保证投资者有足够的支付能力。耐心持币主要有两种情况：

一是熊市结束之前要耐心持币。股价指数高位反转后，先是短期均线随着股价或指数的下跌而掉头下行，然后是中期和长期均线紧随其后，股价或指数、短期均线、中期均线、长期均线由下往上依次排列，股价或指数每次反弹，力度大一些时，会接触到 30 日或 60 日等中短期均线，力度小时，遇上 10 日甚至是 5 日均线时就会遇阻回落。各条下行的均线就像是空头筑起的一道道难以逾越的坚固防线，缺乏多头力量的有力支持，股价或指数只能像是受气的羔羊，乖乖地行进在均线的下方。许多投资者耐不住寂寞，总想希望利用股价反弹时赚取些差价，或轻易对股市运行的底部进行猜测，结果常常非但赚不到钱，反而是损兵折将，或遭受不必要的套牢之苦。等到股价真的触底的时候，却因缺乏足够的资金而变得束手无策。

二是在没有选出合适的股票之前要耐心持币。目前在沪深两市上市的公司已经超过 1100 家，随着时间的推移，上市公司的数量还会不断增加，特别是中国加入 WTO 后，我国对外开放的步伐会逐步加快，未来的资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市场还会迎来大量的国外上市公司，这种情况既为投资者提供了更多的选择机会，同时由于上市公司数量的增多，其中难免会鱼龙混杂，这样就增加了人们选股的难度。为了保证投资的成功，正确地选择投资对象就显得非常重要。在这方面，我们可以像巴菲特那样对入围的企业进行"达标"设计：业务简单，易于了解；经营历史必须稳定；有广阔的发展前景；企业的管理层坦诚务实，时刻能以股东利益最大化为自己的经营目标等等。

在经过认真的分析和比较，挑选出一些合适的股票后，投资者还不能急于买入，而是要先对企业的投资价值进行估算，并为自己留下足够的安全空间，然后耐心等待股价跌到你的目标价位。这种安全边界一方面可作为未来公司出现不测事件时的缓冲带以免亏损，另一方面可增大你的盈利空间。由于中国股市尚不成熟，超涨超跌的幅度大大高于成熟股市，这就为我们以极其低廉的价格买到好股票创造了很好的机会。根据目前情况，目标买入价可按股票价值的 20%～40%来确定，即安全边际的厚度高达 60%～80%。目标价格设定后，接下来的工作就是耐心等候。为此，投资者千万要控制好自己的情绪，不要为追逐一点蝇头小利而轻易进出，你要做的是稳坐钓鱼台，等待"鱼儿（股价）上钩（目标价位）"。

持币需要耐心，持股同样也需要耐心。投资者在低位买入股票后，在一波牛市行情进行过程中，股价、短期、中期和长期均线由上往下依次排开，形成明显的多头走势，股价回调，每当遇到趋势向上的均线时，都会受到强有力的支撑而再度上扬。这时只要股价仍处在根据安全边

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



际法则所确定的安全价格区域，同时均线系统“昂首”向上，并呈明显的多头排列，稳健的投资者就应该对股票一路持有。

许多投资者都有这样的切身感受：当你正在准备冷静下来仔细思考一下近期的操作思路时，身边同事所持有的股票一个个轮番上涨，而且行情板上时常冒出几个涨停板的个股，搞得自己心里直痒痒。特别是当自己过去关注而没买的股票成了市场的一个大牛股，更是后悔得不行，“我怎么就没买呢?”“又错过了一次赚钱的大好机会!”于是，按捺不住冲动的心情，在操作思路还没有考虑成熟的情况下匆忙地杀进市场，而这时市场往往已经走到它的顶部。

人们常说“机不可失，时不再来”，但这句话并不适用于股市，股市永远都是在波动中运行的，涨了之后会下跌，下跌一段时间之后又重新孕育上涨的机会，涨涨跌跌，无尽无止。因而对投资者来讲，股市永远都充满机会，而且不同时期的市场总会孕育着不同的热点，错过了一次机会并不重要，还有下一次机会在等着你。股市当中抓住机会在于精而不在于多，因为谁都难以做到百战百胜，盈利是建立在较高的投资成功率基础上的。巴菲特投资股票几十年，做出的决策只有十几次，但每次都“弹无虚发”。原因在于巴菲特首先注重的是投资行动之前的分析研究而不是投资行为本身。也许投资者在分析研究过程中会错过一些机会，但这不要紧，客观上本来就不可能抓住所有的机会，你只要尽你所能抓好属于自己的机会就可以了。“怕失去机会”，这是股民们典型的浮躁表现，它经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



常会导致下述两种操作上的失误：

（1）买卖过于频繁。由于性情急躁，无论是持股还是持币都没有耐心，卖出之后未加认真思索又再度买进，买入之后因担心下跌往往还没等获利又再度抛出。有时甚至没有时间间隔的周期，经常因为周围气氛的感染和不可靠的个股传闻，一时冲动而盲目地频繁进出。结果常常踏错市场运行的节拍，本想是低买高卖，到头来变成了低卖高买。即使偶尔碰对了一次运气，往往也只是赚了个蝇头小利，去掉税费，更是所剩无几。

（2）使买卖行为的过程变得不合理。手持现金时怕错过机会匆忙买入，而当手中持有的股票到了目标位该出手时却又舍不得出手，生怕错过了再度冲高的获利机会（总想卖个天价），结果造成了买得仓促而卖得犹豫，与合理的买要慎重而卖要坚决正好相反。

小不忍则乱大谋。在股市中，无论是持币还是持股，无论是牛市还是熊市都需要耐心。更重要的是，不轻信各种消息，相信自己的判断力，此所谓：任尔东南西北风，咬定青山不放松。

◎　收益目标要积极稳妥

投资股票，每个人都希望获得高于同期银行存款或同期国债的收益水平，这一方面是促使自己的资产增值的需要，同时也是对投资股票高风险的一种补偿。巴菲特在对股票的内在价值进行评估时，使用美国 30 年期国债收益率对公司未来的现金流量进行贴现，表明巴菲特把 30 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



期的国债收益率当成了股票投资的必要收益率。因为如果股票投资达不到这样的收益水平，与其去股市冒险，还不如把资金投资于国债或进行银行存款，这样寄身于“金边”市场，不仅安全可靠，而且免去了投资股票所必须进行的大量的繁琐的分析工作。

因此把收益目标定位国债或银行存款的收益水平之上是人们在股票市场上进行风险投资的必然要求，但是这个收益目标相对于国债或银行存款的“溢价”程度必须适量。我们不能期望超常的利润回报，更不能对倍数化的比率，如 100%、200%、300%这样的投资回报存有非分幻想。虽然市场上每年都有涨升多达一倍以上的股票，但这种情况在上千种股票里仅仅是特例，是少数市场主力利用其资金实力对个股价格曲线进行抛物线式的“高空”表演，主力玩的就是心跳，对这种常常让人感到莫名其妙的股价走势，作为局外人的普通投资者，没有足够的把握，还是做个旁观者为好。

那么，收益目标到底多少算是合理？我们认为这要根据个人的操作水平和市场的运行状况而定。

通过表 5－2 我们看到，从 1994 年 4 月到 2001 年 6 月，7 年的时间沪市共产生 7 次中级上升行情，平均每年就有 1 次。7 次行情，涨幅最高的达到了 223.7%，最低的一次也有 37.65%。大盘 7 次平均上涨率高达 98.51%。

上面的指数，我们选取的是每次行情的最高点和最低点，而买到最低、卖到最高对我们每个人几乎是不可能的，因此我们把行情构筑顶部和底部的指数部分各按 15%的比率除去。这样 98.51%的平均上涨率还剩下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



68.51%。考虑这些年，特别是最近3年大量新股上市对指数上升的特殊贡献，我们把上面余下的68.51%的上涨率再“大胆”地去掉一半，最后剩下来的还有34.3%，这个数字应该作为我们每年股票投资收益的目标参考。其实，稳健的投资者完全可以把预计的目标再度降低，如20%。这样做的好处是可以使我们面对跌宕起伏的股市能保持一个更加健康平和的心态。

表5-2 沪市1994年以来7次上升行情

年 份	指数上涨起止点位	上涨（%）
1994年4月～1994年9月	325～1052	223.7
1995年2月～1995年5月	524～926	76.7
1996年1月～1996年12月	512～1258	145.7
1997年1月～1997年5月	871～1510	73.36
1997年9月～1998年5月	1025～1411	37.65
1999年2月～1999年6月	1064～1756	65.03
1999年12月～2001年6月	1341～2245	67.4
平均		98.51

20%的年收益率是个什么概念呢？如果你每年都能保持这样的投资业绩，假如目前你的账户上有10万元资金，5年后将变成24.88万元，10年后就是61.92万元，20年后你将成为拥有154.07万元的中产阶级“富翁”！

◎ 投资组合 宁缺毋滥

巴菲特曾很有见地的指出：“多样化是针对无知的一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



种保护。对于那些懂得他们正在做些什么的人，多样化没有什么意义。”

“世界上很多巨额财富，都是来自对一家单一的奇妙的行业的拥有。如果你了解这一行业，你涉足的其他行业就不必太多。”

在解释过度的多样化经营带来的困难时，巴菲特援引了百老汇主持人比利·罗斯的话：“如果你有 40 个妻妾，对她们中的任何一个你都无法了解清楚。”

早在 1967 年，巴菲特的个人投资组合资产只涉及三家企业：伯克夏公司、数据文件公司和伊利诺伊州的塞维马斯特公司。巴菲特拥有伯克夏公司 40% 的所有权，占他个人财产的比重高达 90%。

巴菲特在 1967 年 1 月 25 日给巴菲特合伙公司的信中提到，他在这家合伙企业中的投资占了他的家庭财产的 90%，所以很显然他的个人投资主要是在巴菲特合伙公司，后来是在伯克夏投资公司。因为伯克夏是一家主要由他本人经营的投资公司，巴菲特重仓持有伯克夏不仅是出于他对伯克夏的了解，而且反映了他的自信和成熟。

不要把鸡蛋放在同一个篮子里，是几乎所有投资专家经常告诫投资人的一句话，但是过犹不及，把鸡蛋放在太多的篮子里，实际上是增大了风险，至少不可能减少风险。

按照费歇和巴菲特的理解，理由至少有两个方面：一是你不可能选择到足够多的股票。尽管整个市场上好股票确实不少，但好股票类型不一，所处行业不一，而投资者的知识和感觉都有限。一旦超出个人的能力范围，人们极

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有可能听消息跟风买了一大堆所谓的“好股票”，却对它们的基本面和市场特征所知甚少，一有风吹草动，便惶惶不可终日。有些散户常常因手中持股太多而顾此失彼，在行情不明朗之际常常表现为不知所措。不要过分强调分散投资的第二个理由是投资人凭个人的时间和精力根本照看不了那么多的股票。知道多个股票很容易，但要真正了解多个股票不容易，而要随时跟踪这些股票的变动趋势（包括基本面和技术面），更是难上加难。

所以从理性投资的角度，投资者对投资组合应该坚持择优持有、宁缺毋滥的原则。

首先，在确定投资对象时，必须像巴菲特那样，坚持不懂不做，不熟不做，从而把所投资的企业控制在个人能力许可的范围之内。

其次，对股票投资的种类进行严格的量化控制。就每个投资人而言，持有多少种股票，主要的不是由资金量来决定，而是视个人的知识结构和分析能力的大小及可以用于投资分析的时间长短而定。由于投资决策是一项非常严肃的事情，事前的分析要对基本面、技术面等方方面面进行周密考虑，为了避免顾此失彼，把分析工作做深做透，平时的持股结构一般以不超过3～5家为宜。这样集中精力于少数几家企业，一方面便于个股的资料积累和消化吸收，而且长期跟踪少数几家企业，可以熟悉目标股票的股性和涨跌运行规律。

第三，对投资组合进行动态优化。客观环境和企业自身运营模式之间由适应到不适应，或由适应到不适应的转化随时都可能使企业的经营业绩发生变化，这种变化可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



向好也可能向淡，而且由于信息质量问题，个人对企业的分析难免会出现失误，导致投资组合中很可能会有劣质股票充斥其中。同时由于市场的投机性炒作，优质股票的价格常常会被大幅拉高而脱离其内在价值。这时投资者就要对所持有的个股本着择优弃劣的原则做出及时的处理。抛出劣质股和价格被严重高估的股票，并适时吸纳其他优质股，通过吐故纳新、新陈代谢使自己手中持有的股票时时处在优化组合状态。

在股票操作中，如果不善于或不及时调整投资品种，就会使自己背上不良资产的包袱，不仅会干扰正常的投资思路，而且会造成重大亏损。手中持有劣质股，股价僵化，又无剩余资金，当看到市场上其他一些优质强势股涨了又涨而又无钱参与，难免会心神焦虑，寝食不安，别人赚钱，自己亏钱，哀怨情绪就会油然而生。更主要的是，明明看中的好股票，却因无钱购买而白白丧失了机遇。在心态不良的情况下往往会做出冒失冲动的决策，以致会造成更大损失。所以，当自己手中持有劣质股时，要及时作出处理，只有这样，投资者才能甩掉包袱，轻装上阵，才能把握投资机遇，掌握投资的主动权。

◎ 学习 学习 再学习

股市千变万化，捉摸不定，如果想胜多败少，必须通过不懈的学习并善于借鉴前人成功的经验。否则将难以到达胜利的彼岸。

促使巴菲特在投资上取得成功的一个极其重要的因素

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



就在于他的勤学善思，并持之以恒。

他从小就是一个勤于动脑、善于思考的人。由于父亲曾从事过杂货零售生意，受此影响，巴菲特早在少年时代，就对做生意产生了浓厚的兴趣，并从家庭的经营中学会了怎样推销产品，从中赚取利润。他钟情于股票和数字的程度远远超过了家庭中的任何人。五岁时他就在家中摆地摊兜售口香糖。稍大后他带领小伙伴到球场捡大款们用过的高尔夫球，然后转手倒卖。上中学时，除利用课余时间做报童外，他还与伙伴们将弹子球游戏机出租给理发店老板们，挣取外快。

1947 年他进入宾夕法尼亚大学就读财务和商业系，由于不满足于单纯的理论学习，立志要在投资实践上大干一番事业的他于两年后又转入内布拉斯大学，毕业后又申请就读哈佛商学院的研究生，之后又进入哥伦比亚大学金融系，在这里他遇到了著名投资大师格雷姆。格雷姆给了巴菲特有关投资的思考基本准则——安全空间，即当公司股票的市场价格明显低于其内在价值时，购买这类股票就是成功的投资。同时格雷姆还帮助巴菲特学会了控制情绪以从市场波动中获利。

格雷姆是巴菲特的恩师，作为学生的巴菲特对格雷姆也是极其敬佩。他曾多次对人们讲，格雷姆教给他的投资哲学及方法对他太有价值了，直到今天，巴菲特仍继续信奉格雷姆的基本观点——安全边际。“即使在读到这个理论的 42 年后，我们仍然认为安全边际这四个字是正确的。”但善于思索的巴菲特对格雷姆的学说也没有生吞活剥地全盘接受。也许这是巴菲特的更为可贵之处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



格雷姆不考虑公司的业务特征，也不考虑公司的管理能力，他的调查研究仅限于公司档案和年度报告。如果仅由于股票市价低于公司资产账面价值而出现数学意义上赚钱的可能性时，格雷姆就会买下该公司的股票，不管它的经营管理状况。为了提高投资成功率，格雷姆选择大量购买、广泛分散的投资策略。经过实践和思索，巴菲特很快意识到，按照格雷姆严格的廉价和过于分散的投资策略去购买，很难保证投资取得成功。因为他发现，满足格雷姆检验准则的股票之所以廉价，是因为这些公司的基本业务正在遭受损失，或因为缺乏业绩支撑才使股价长期在低水平徘徊。同时他发现，过度分散化的投资策略，不仅会使投资者陷入频繁出入市场的误区，而且因为人们无法准确了解自己投资组合对象的具体情况，极易因“无知”和盲目而导致投资上的损失。所以他吸取了费歇的投资思想，创造性地提出了集中投资组合的策略，而且与格雷姆不同的是，巴菲特认为买股票就是买上市公司，所以他极其重视对企业经营情况的分析，他不仅分析企业的财务报告，而且分析企业所在行业的前景以及内部经营能力的大小，尤其是经理人员对企业和股东的关心程度，然后判断企业将来能赚多少钱，从而确定企业的内在价值。格雷姆与巴菲特实际上是两种企业价值评估方法的代表。格雷姆根据企业现有的资产能卖多少钱来给企业估价，而巴菲特是根据企业今后的赚钱能力来给企业估价。前者注重现在，后者更着眼于企业的未来。对企业，巴菲特的投资哲学是“不熟不做，不懂不做”。他的决策都是建立在准确而有把握的判断之上的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从哥伦比亚大学毕业之后，他仍是争分夺秒地学习。完成每天的工作后，剩余时间主要是用来阅读各种金融书籍。当了老板以后，他每天依然沉浸于学习之中，他经常躲在家里，闭门不出，埋头在资料堆里。每天的工作主要是阅读有关企业的各种资料，寻找低于其内在价值的廉价股票，等待时机，将其低价买进，然后再等待价格攀升。

巴菲特的自学精神和适应环境的能力很强。20 世纪 50 年代，他花钱去上卡耐基的课程，他说他这样做的目的，不是为了让自己在演说的时候膝盖不发抖，而是要学会当膝盖正在发抖的时候，还能够继续发表演说。

于是，在伯克夏的年会上，面对数千名的听众，他的演讲总是很精彩，而且能够娴熟地回答听众所提出的问题。而这些足以表明巴菲特知识的渊博和非凡的能力。巴菲特在 20 世纪 90 年代初学习使用电脑，这样他便能够从电脑网络上撷取数以百计的电脑资料和信息作为投资研究的参考。

对巴菲特我们不能只羡慕他在投资上取得的巨大成就，更重要的是要研究他在投资上所走过的奋斗历程，学习他那种锲而不舍的学习精神。

投资股票“利”字当头，所以人们难免会有些浮躁和急功近利。综观我国现实情况，虽然人们对股票投资情有独钟，而且相当多的投资者虽然经历过多次失败却仍是痴心不改，大有“不到黄河心不死”的豪情和壮志，但是豪情也好，壮志也罢，这些人在关注股市运行的同时，很少有人对股市的运行规律进行踏踏实实、深入透彻的学习和研究。虽然几乎每一位投资者都能说出个把技术术语，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



真正做到把握其走向及规律，恐怕为数不多。有些人听到别人赚钱，在自己对股票投资知识还几乎一无所知的情况下，就仓促入市，结果常常是趁兴买入，最后是扫兴而出。面对失误，他们有时不是在知识素质、操作方法、策略等方面认真检讨自己，而是怨天尤人。时至今日，我们经常听到一些投资者抱怨上市公司在信息披露等方面存在的种种问题，以此为理由，他们对上市公司披露的信息资料如招股说明书、上市公告书、年报、中报等相关财务数据，经营概览，总是不愿投入应有的时间和精力进行分析，有人甚至认为，这些信息毫无可信之处，所以对通过年报等来分析企业更是不屑一顾。诚然，由于中国股票市场还处在发展的初期，过度投资现象一直屡禁不止。无论是上市公司、券商等市场交易的参与者，还是证券监管部门，他们的行为都有不规范之处，有的问题甚至还很严重。但是，如果我们以此为由，逃避学习和研究，显然是在自欺欺人。事实上对投资知识的欠缺，已成为妨碍人们投资致富的一个非常关键的因素。

那么，要成为一个成功的投资者，结合中国资本市场发展的实际，我们应该学习什么，具备哪些知识和素质呢？

影响股市运行的因素很多，既有宏观经济方面的因素，也有中观和微观经济因素；既有经济因素，也有政治和政策方面的因素。由于我国上市公司在信息披露方面还存在诸多问题，而且这种情况预计短期内难以得到根本解决，投资者在利用企业财务报表等资料对上市公司的投资价值进行研判时会遇到许多难以克服的盲点。这就意味

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



着，我们目前还不能像巴菲特那样单纯依靠对企业投资价值的分析来做出可靠的投资决策。技术分析在中国股市的投资决策方面还起着非常重要的作用。根据我们的实践和体会，投资者要想在股票市场上有所作为，必须至少在以下四个方面不断完善和充实自己：

要认真学习企业财务会计基本理论和基础知识。这是投资者分析企业、判断企业投资价值的前提和基础。尽管目前上市公司在财务信息披露上存在许多问题，通过财务报表等会计资料对企业进行准确“透视”还有困难，但对中小投资者而言，财务会计报表和相关数据资料毕竟是我们了解上市公司的窗口和最主要的途径。况且，企业在会计上做假，不管如何高明，总会留下某些疑点和“漏洞”，只要我们精通财务会计基本理论和基础知识，像巴菲特那样舍得花时间进行分析和研究，就能够去粗取精，去伪存真，选出相对优秀的企业，并在此基础上对企业的投资价值做出相对准确的判断。随着政府对企业监管力度的不断加强和措施的日益完善，上市公司的信息披露也会不断走向规范和成熟，财务会计资料对投资者在投资决策方面的意义就会显得更加重要。

要研究产业生命周期。产业的生命周期包括初创、成长、成熟和衰退四个阶段。不同阶段，行业投资的风险和收益差别很大，上市公司股票价格的表现自然会有明显的区别。初创阶段，行业内的厂家数量很少，产业利润微薄甚至亏损，各企业在经营中面临较大的技术风险和市场风险。成长阶段是行业发展的黄金时期，这时，行业快速成长，利润率高且利润增长迅速，在良好业绩和发展前景

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的支撑下，上市公司股票价格不断扬升，长期投资这类成长型行业上市公司股票，往往会获得丰厚的投资收益。处于成熟期的产业是蓝筹股的集中地。由于处于成熟期的产业垄断已经形成，产业发展的空间已经不大，所以产业快速成长的可能性已经很小，但一般能保持适度成长，而且垄断利润丰厚。所以，其证券价格一般呈现稳步攀升之势，大涨大跌的可能性都不大，颇具长线持股的价值。当一个产业发展到衰退期时，由于发展空间已经十分狭小，对投资者缺乏吸引力，股价低且缺乏上涨动力。所以，对于稳健的投资者，理想的投资对象应该是那些处于成长和成熟期的产业。表现在股票市场上，不同产业的上市公司的股价水平一般相差很大。同样的利润水平，新兴产业、朝阳产业的上市公司的股价一般要比传统产业、夕阳产业上市公司的股价高出许多。这是因为决定股票价格的基本因素是公司的盈利能力和它的成长性。由于新兴产业、朝阳产业发展前景乐观，处于这些行业的上市公司具有传统产业、夕阳产业上市公司无法比拟的先天优势。巴菲特认为，行业性质比管理人的素质更重要。毕竟，人心莫测，管理人可以变质，但整体行业情形一般不会那么容易变化。

要精通技术分析理论与实务。包括成交量分析、趋势分析、形态分析、指标分析、周期分析、K线及缺口分析等。技术分析理论易懂难精，需要投资者不断实践摸索。对技术分析，人们不仅要掌握基本的操作要领、原则，而且要掌握他们的理论精髓。值得一提的是，指标分析一定要注意结合不同时期个股具体的运行情况，对参数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



进行调整或必要的修正，同时要注意指标之间的相互“沟通”与协调。指标分析贵在随机应变，人们在应用时，越是个性化的技术处理，其对未来的趋势指向就越准确、可靠。

要培养冷静测试市场投资心理的能力。涨时乐观，跌时悲观是股票投资者普遍的心理现象，当这种心理随着大势的涨跌达到极端状态时，往往就是市场转势的开始。巴菲特的成功，一个重要原因是他具有超常耐力，成功地利用了市场的情绪——贪婪与恐惧。所以，要想成为市场的成功者就应该像巴菲特那样通晓市场心理变化规律，并有效加以利用。只有这样，才能在过于情绪化的市场变化中做到应有的从容和冷静。

随着我国资本市场的发展，影响股市大势的因素也在不断增加。中国股市已从上海、深圳走向全国、走向世界。中国正式加入 WTO 后，资本市场对外开放步伐将逐步加快，在国内外金融市场一体化的大趋势下，中国股市原有的天马行空、独来独往的情况将逐渐会被与国际资本市场共同沉浮的局面所取代。所以，对市场的运行趋势需要从多方面做更全面的分析，而最终的结论必须是各种信息经过由表及里、由浅入深、精心研究的结果。过多地依赖某一单一的分析方法都将难以达到预期的目的。一个成功的投资者，其功力将体现在对多种分析方法的综合运用能力上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



◎ 学习巴菲特的几点误区

好公司＝好股票。对于巴菲特，许多投资者只知道他衷情于优质企业，却忽视了“安全边际”这一更为根本的投资准则。以为只要是投资于好公司，未来就一定有好的投资回报。记得在1997年巴菲特的“股经”传入我国的时候，正值深发展、四川长虹等绩优概念股被市场炒得热火朝天，许多投资者抱着投资绩优和“好股套不住人”的投资理念，在两种股票的价格已经涨升数倍的情况下贸然在高位吃进，结果由于公司业绩不断下滑和市场热点的转移，两种股票的价格连续走出了多年的下跌行情。时至今日，原来在高位追涨者，估计部分人可能仍在遭受套牢之苦。

投资大师费歇在总结他的一项失败的投资教训时说：“关于这家公司的潜力，我的研判可能是对的，可是这却是一次差劲的投资。我所犯的错误，在于为了参与这家公司的美好的未来，付出的价格不对。——可是持有那么多年后才赚到微薄的利润，不是资本成长之道，更别提保障老本不受通货膨胀的侵蚀。”投资的目的在于盈利，如果因为好的公司而忽略好的价格，那么你会为此而付出不应有的代价。

记住巴菲特投资绩优的完整思想：好公司＋好价格＝好股票。

长期持股可以不看股票价格。巴菲特在股票投资上，经常是以长线买家的身份出现的，一旦某家公司的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



票被他选中买入，投资期少则一年，多则数年甚至几十年。据说在巴菲特的办公室里从来没有报告股市行情的机器。在巴菲特看来，如果打算长期持有一家优秀公司的股票，那么股市每天的变化对你来讲是无关紧要的。但是如果投资者由此推断说巴菲特对股市行情的表现不闻不问，那就大错特错了。

根据安全边际法则，巴菲特总是根据股票的内在价值和市场价格的对比情况来决定是买入还是卖出：股票的市场价格跌落到安全边际之内，他就大胆买进，相反，如果市场的非理性力量使公司股价被严重高估，他也会逢高了结，落袋为安。因此，如果没有市场价格做参照，巴菲特也会感到无所适从。

与一般投资者不同的是，巴菲特不是把精力整日用在察看股价的分时走势的涨跌上。巴菲特是个出色的股票投资分析家，但在吵吵嚷嚷的股票交易大厅，人们却几乎见不到这位投资大师的身影。不仅如此，他对股票的 K 线形态、技术走势也从来不感兴趣。他对股价关注仅仅是由于对股票的市价和内在价值进行对比的需要。另外，在股市运行的不同阶段，巴菲特对股市的关注的“密度”也有所不同，在市场人气高涨和极度低迷时期，他会对他所入选或投资的股票倾注较多的精力，以便抓住最佳的出市和入市机会。大部分时间，当一般投资者津津乐道于大盘和个股的“随机慢步”之时，巴菲特正偏居一隅，聚精会神地分析属于他竞争优势圈内的上市公司，理性思考着下一步的投资方案。

股票价格是我们做出投资决策的重要依据，离开价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这个必要的投资参照，投资者对企业内在价值的分析就毫无意义可言，所谓买进价值低估的股票和卖出价格被严重高估的股票无疑也就成了无源之水，无本之木了。

无视国情，机械照搬。在巴菲特“买股票实际是在投资于一家企业”的投资理念传入中国，并被广大投资者奉为理性投资的圣经之后，一些投资者不顾国情，在投资分析的内容取向上，只强调企业基本面分析的投资指导作用，全盘否定了技术工具在投资决策中的特殊价值。

虽然巴菲特的投资方法在美国股票市场行之有效，但是如果把这种“洋”理论原封不动、生吞活剥地移植到我国年轻的股票市场，投资效果可能要大打折扣。对待巴菲特的投资理念和思想，我们应该辩证的看待，坚持“拿来主义”的态度，重点是掌握其理性投资的精神实质，而对于巴菲特本人所运用的具体方法，则完全没有必要循规蹈矩，亦步亦趋。

与美国等西方国家成熟的股票市场相比，中国目前的股票市场还存在许多不完善的地方，距离真正意义的股票市场还有不小的差距，这使我国的投资者除了要面对股市固有的一般的投资风险外，还承担着中国股市因制度性缺陷造成的特有风险：

产权制度风险。由于上市公司大多数为国有企业，而国有企业普遍存在着产权虚置，由此滋生的内部治理结构失衡和内部人控制问题使投资者随时可能因企业经营中的道德风险而遭受巨大损失。

关联交易风险。由于中国的上市公司很大一部分是由发起人把其供产销资产链条中的一部分经过重组包装改造

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



后上市的，上市后的企业与发起人或母公司之间在财务和供产销方面藕断丝连，借助于不规范的关联交易，母公司既可以为了保牌或圈钱而对上市公司“慷慨”解囊，同时也可能把上市公司当成“提款机”而吃光分净。上市公司的经营业绩在关联交易的作用下就像一块可以任意伸缩的橡皮泥，从而使投资者面临的企业经营不确定性风险大大增加。

信息披露风险。表现为上市公司报表数字虚假，公司内部治理人与社会公众投资者之间存在的信息不对称现象极为严重。由于会计数据虚假成分较多，投资者在通过报表分析透视上市公司真实经营状况时常常感到迷雾重重。可以想像得出，如果让巴菲特来对中国的一部分上市公司“把把脉”，那伸缩自如的会计数据也定会让这位以财务分析见长的投资大师感到扑朔迷离，甚至无所适从。

由于上述问题的存在，使得目前我国投资者在股票投资的分析与决策上还不能像巴菲特那样完全依靠对企业所属行业及其投资价值的分析判断来进行。企业基本面分析上的缺陷和可能存在的财务陷阱，使得技术分析理论和分析工具在中国股票投资实践中仍有着非常重要的投资导向作用。我们这样说并不是要否定企业基本面分析的作用，而是说置身于中国这样一个具有特殊风险的市场，投资者要想有所建树，需要把自己培养成多面手，具备“眼观六路、耳听八方”的能力。

对“不懂不做，不熟不做”理解片面，进而对投资高科技类企业心有余悸。巴菲特在股票投资的选择上一直专注于传统产业中的龙头和骨干企业，因为这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



企业不仅有一个稳定的发展历史，而且业务简明易懂，未来前景可测。投资于这样的企业，虽然不大可能获得暴利，但可以把投资风险降到最低程度，符合巴菲特一贯遵循的平稳获利的原则。而对在1999年曾红极一时的网络科技股行情，巴菲特却保持了当时让人难以理解的观望姿态。这是因为，一个经营处于亏损状态的企业，股票价格却能高居100美元之上，这让一贯遵循价值投资的巴菲特无论如何也看不明白。最后事实证明，巴菲特的这种理性的选择是非常正确的，他不仅成功地回避了NASDAQ后来灾难性的狂跌，而且因他所持有的传统产业股时来运转，而获得了一笔可观的增值收益。

应该说，巴菲特当初对网络科技股所持有的谨慎怀疑态度是有充分理由的。由于网络科技企业处于发展初期，行业内鱼龙混杂，相当多的企业在经营上还处于巨额亏损甚至朝不保夕的弱势发展状态。1999年对网络股的炒作，支撑股价上涨的动力不是来自于企业的真实业绩，而是人们对行业美好发展前景的心理憧憬和预期，一旦幻想破灭，原来建立在这种海市蜃楼基础上奇高的股价一落千丈也就变得顺理成章、理所当然了。想想NASDAQ指数从5000多点的“高空”一直跌到1500余点的“深渊”，让人禁不住会想起李白的著名诗句：飞流直下三千尺，疑是银河落九天！

那么，网络科技股是不是从此就一蹶不振了呢？回答无疑是否定的。人类步入新的世纪以后，以电子通讯、生物技术等为代表的知识经济正以惊人的速度发展着，并以其巨大的能量影响和改变着社会和人类生活的方方面面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们认为，目前的电子通讯等新兴行业与当年的汽车行业发展有着极大的相似之处。汽车发明之后，人们获得轻松前往火车、轮船等交通手段所达不到的地区的能力，因此汽车业被投资者广为看好，上万家汽车厂迅速落成。接踵而至的便是供给过剩和大量汽车厂家的纷纷倒闭。然而能够在此番大浪淘沙中存活下来的企业，如福特集团等又得到了蓬勃发展，成为美国后来经济扩张的主要支柱型产业。眼下的电子通讯等新兴产业也是处于同业公司数额急速扩张，从而导致利润率迅速摊薄阶段。但是这新兴行业在人类发展中正在发挥的越来越大的作用以及由此孕育的巨大的市场需求潜力，使我们没有理由不看好它们的发展前景。在我国，科教兴国战略的确立和实施使高科技企业正面临着一个前所未有的发展机遇。相关企业在政策、资金、税收和人才等方面所遇到的发展环境和条件正变得日益优越和宽松。大浪淘沙，那些能够承受住市场风雨洗礼和考验而成长起来的企业，未来一定会重振往日的雄风，成为市场上最受青睐和追捧的投资对象。对于普通投资者来讲，我们不一定苛求自己一定要成为企业的行家里手，只要知道企业拥有其主导产品的自主知识产权、行业地位出众、业绩优良、财务稳健、管理者坦诚务实，再加上合适的股价，我们就应该毫不犹豫地大胆买入。

对重组企业全盘否认。巴菲特在选择企业方面，特别注重企业的可持续发展能力，对于身陷困境或由于以前的计划不成功而改变经营方向的企业，他在投资时基本上不做考虑。在把巴菲特的这一投资理念应用于中国股票市场时，许多投资者常常把进行资产重组的企业与巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所谈到的有问题企业等同起来，似乎凡是进行资产重组的企业都不是好企业，都应列入投资禁区。

就我国这几年企业资产重组的实际情况看，上述观念确有一定的合理性。自 1997 年以来，资产重组成了证券市场最热门的话题，什么收购兼并、股权投资、资产出售、股权转让、资产置换等形式多样的资产重组层出不穷。据统计，仅 1999 年一年就发生企业各类资产重组 1110 起，涉及金额 461.6 亿元。但是从资产重组的整体效果看，真正获得业绩改善和持续发展的上市公司并不多，究其原因，主要是因为早期的资产重组多数都是围绕拯救落后企业而为之，有的是为保壳而进行“拉郎配”，有的是追求短期效益进行年终突击重组，结果是报表性重组多，实质性重组少，更有甚者，相当数量的企业借资产重组之名，行市场炒作之实，不仅损害了广大投资者的利益，而且也败坏了资产重组的名声。

虽然过去诸多上市公司进行的资产重组形式多，内容少，总体收效一般。但是应该看到，由于经济发展的特殊性，资产重组在我国较之在西方先进国家具有更加不同寻常的意义，并将成为我国未来经济运行长盛不衰的热点。这是因为：经济结构的调整，特别是产业结构的升级换代、重整优化离不开资产重组；重构企业产权，解决“一股独大”和完善上市公司内部治理结构更需要资产重组来鸣锣开道；绩差公司要想脱胎换骨，起死回生，资产重组几乎是惟一的选择，而绩优企业要想进一步提升核心竞争力，更好的参与国内和国际市场竞争，很大程度上也取决于其对资产重组的驾驭能力。可以说我国经济中许多深层

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



次矛盾和问题都需要通过各类资产重组的方式才能最终得到解决。

鉴于资产重组的特殊作用，我们有充分理由看好因重组给投资者带来的巨大商机。虽然围绕二级市场炒作进行的资产重组、年终突击性重组等不规范现象仍将会不断发生，但是随着我国证券监管力度的不断加大和股票市场的不断成熟，企业资产重组将逐步迈进规范发展的轨道。当一家优质企业通过重组进一步提高了综合竞争力，或一家劣质企业通过资产重组提高了资产质量，完善了内部经营机制并由此焕发出勃勃生机时，相信它们的股票在市场上也定会有不俗的表现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第六章　透视企业价值　炼就火眼金睛

◎　上市公司综合素质分析

分析上市公司的综合素质可以从它的主营业务状况、行业地位、人才素质状况和新产品开发与技术创新能力四个角度着手。准确把握上市公司这四方面的情况可以帮助投资者对公司股票的投资价值有一个基本的分析和判断。

上市公司的主营业务状况

任何一家公司都有其特定的经营范围，公司在这一范围内组合生产经营要素来实现自己的盈利。各公司的主营业务是其特长所在，如同一个人必须发挥自己的特长才能成功一样，一个公司也一定要有鲜明的主业才能在激烈的市场竞争中取胜。如果公司没有进行过根本性的产业转移和多种经营，主营业务状况将在相当程度上决定着公司的经营状况、盈亏与否，进而决定对股东们的投资回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分析评价一家上市公司的主营业务的优劣，投资者可以根据企业年报和中报的有关统计数据资料，从以下几个方面展开分析：

企业的经营方式。经营方式分析主要是考察公司是单一经营还是多元化经营。多元化经营的好处是风险相对分散，但容易导致企业经营管理缺乏针对性，主业不清，形不成拳头产品和知名品牌，从而影响公司的盈利增长。单一经营的缺陷是风险集中，但如果其产品具有技术或其他方面的垄断性，占有较大范围市场，那么公司不仅盈利丰厚，其品牌也会成为公司无形资产，从而增强公司的综合实力。

主营业务的盈利能力和主营业务利润占净利润的比重。主营业务的盈利能力是指主营业务利润占主营业务收入的比重，该比值越高，说明企业为实现一定的主营收入而实际付出的物化劳动和活劳动相对较少，或者是意味着企业付出一定的物质和劳动消耗实现的主营产出相对较多。该指标可以综合反映企业主营产品的科技含量和附加价值的大小、主营产品的竞争力和市场销售情况。主营业务利润占净利润比重的大小可以衡量企业净利润的可信程度和企业可持续发展能力的强弱。一般来说，一个优秀的企业，其主营业务利润占利润总额的比重要达到70%以上。而那些主业不精，利润的取得主要依赖于企业无法控制和具有较大偶然性的投资收益、财政补贴或营业外净收入的企业，它们的经营业绩尽管也一时有“惊人”的表现，但因基础不牢，其业绩的辉煌一般都是昙花一现，除非进行资产重组，否则企业的长期发展很难得到维

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



持。

主营业务规模的扩展情况。衡量一家上市公司主营业务规模的扩展情况一方面要看该公司主营业务收入的增长情况，另一方面要看公司的主营利润的增长和主营收入的增长是否相适应。前者是从外延的角度对公司主营业务“量”的扩展情况的考察，后者是从内涵的角度对公司主营业务发展“质”的考察。一个发展势头良好的企业，其主营业务的发展总是伴随着利润的相应增长。

上市公司的行业地位分析

上市公司的行业地位、市场占有率水平应成为投资者进行股票投资的一个重要决策参考依据。一家行业地位出色的企业，往往历史悠久、客户稳定、信誉良好。其面临的商业经营风险较之行业地位不太出众的企业一般要小得多。一些朝阳行业和一些支柱行业由于盈利水平相对较高，目前正吸引着越来越多的上市公司参与进来。从近几年的情况看，许多上市公司纷纷以合资、参股、并购等方式，向通讯、网络、生物制药等领域渗透，行业内的竞争正变得日趋激烈。按照市场竞争的一般规律，只有行业中地位出众，市场占有率不断提高，特别是具有垄断优势的公司才能成为行业巨人。所以，在选择投资企业时，行业内的前几位（最好是龙头企业）应是较稳妥的对象。

判断上市公司的行业地位应主要从三方面入手：一是要看该公司产品的市场占有率是否位居行业前列，在其成长中对所属行业和本国经济的发展是否起到了巨大的推动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



作用；二是要看该公司产品销售增长率在本行业是否处于领先地位。比较的方法是拿这家公司的产品销售增长率与其他竞争公司比较，与本行业的平均增长率比较。三是要看该公司在行业内是否保持着技术领先地位。作为行业的"领头羊"一般都是本行业内的技术创新者和新产品开发者，甚至在所属行业形成技术垄断的局面。

上市公司的人才素质状况分析

企业的竞争归根结底是人才的竞争，一个企业人才素质的好坏从根本上决定着企业的生存和竞争实力。对上市公司人才素质状况进行评价，一是要考察企业经营者的素质，二是看上市公司的员工素质。

企业经营者的素质状况在企业发展中起着决定性作用。经营者素质不同的企业，业绩表现往往存在着天壤之别。经营者素质好、管理水平高，其管理的企业往往能获得高于同行的盈利，甚至在同行业普遍效益欠佳或亏损时，仍能维持盈利。经营管理能力弱的企业，即使具有竞争性产品，也会因经营管理不善而一事无成。20 世纪 90 年代"蓝色巨人"IBM 由兴到衰，再由衰转盛，深刻地揭示了企业家所发挥的关键作用。由于管理不善，服务质量滑坡，1991 年到 1993 年，IBM 公司累计亏损 160 亿美元，大批员工下岗，股票价格暴跌，1993 年郭士纳临危受命，重新夺回电脑业超级霸主地位，当年创利 63 亿美元，利润额在财富 500 强中排名第六。在我国，由于上市公司中绝大多数为国有企业，国有股在企业股份总额中占

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有很大甚至绝对的比例，企业厂长经理基本上还是由上级行政机关任命，企业管理中存在的“内部人控制”现象在许多上市公司中还是一个较为普遍的现象。由于企业家的市场生成机制还远没有形成，外部约束机制又很不健全，企业管理者的德才素质水平在企业的生存发展中就显得更为重要。

考察企业领导人的经营管理水平，一般要考察企业一把手（企业董事长、厂长、经理）的社会与历史背景、工作业绩和企业各级领导人的素质等。

社会与历史背景包括学历、家庭环境、个人爱好等反映个人成长方面的内容，通过这些可以反映一个人的受教育程度、为人品格、专业知识水平，是否具有高瞻远瞩、统率全军的能力等。工作业绩主要考察工作能力、工作阅历、组织才能、领导才能、活动能力、政策水平和业务实绩等。若该领导人曾经是一位领导，则要考察他在过去任职期间的经营业绩，在本行业中经营管理的年限；若该领导人未曾担任过领导职务，则应考察他过去工作的性质、种类、工作魄力、是否已显示出具有领导才能等。

企业各级领导人的素质主要考察财务部门、业务部门、公关部门、技术部门等要害部门领导人的水平和能力。

另外，还可以用平均受教育年限、不同学历领导人占领导总数的百分比、企业管理人员占企业总人数的百分比、管理费用占企业总支出的百分比、管理人员的平均年龄、不同年龄管理人员占管理人员总数的百分比等指标反映企业领导人的平均业务水平和管理能力。一般来说，管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



理人员占比重较少、管理费用占总支出比重较低，说明企业管理水平较高；若管理人员较多，管理费用占总支出比重较大，说明企业管理水平较低。平均受教育年限长，高学历人员占比重高，说明管理人员素质较高；平均受教育年限短，高学历管理人员占比重少，说明管理人员素质较低。管理人员平均年龄较轻，青年管理人员所占比重较大，说明企业比较有活力和朝气。

上市公司的员工是公司经营的主体，他们的文化和业务素质状况，对企业的发展也起着至关重要的作用。

反映劳动力素质的指标主要有劳动力平均受教育水平、高学历人数构成、职工技术水平构成、劳动生产率等。

上市公司产品开发、技术创新能力分析

当今社会，由于科技的不断进步，产品更新换代速度越来越快。企业要想保持和巩固其市场地位，赢得竞争优势，就必须不断地开发新产品，应用新技术，改进新工艺，引入新机制。否则，安于现状，不注意产品和技术研究创新的企业，迟早会被不断变化的市场所淘汰。

分析一家上市公司的产品开发和技术创新能力可以从以下几方面着手：

人力资源状况。即公司是否拥有稳定的专业人才和技术骨干队伍，稳定人才的措施是否得力、到位。

研究机构的设置情况。企业通过独立研究、委托研究、合作研究等方式将经济资产与科技资产结合、重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



组，从而奠定企业技术创新的基础。我们注意到大凡强势高科技企业都在研究开发中持续投入，如联想集团建立了国家级技术中心，成立了专业的软件开发生产机构，并在香港、深圳、美国硅谷设有研发中心；海尔与中科院化学所联合成立了国家工程研究中心；清华同方拥有国家工程研究中心；东大阿派以东软国家工程研究中心作后盾等。

研发费用(RD)。美国《加州高科技股通讯报》创办人麦克·墨菲是世界著名的高科技投资专家，被誉为全美首席高科技分析师。墨菲在其所著的《高科技选股策略》一书中，曾提到高科技高成长公司所具备的四个要素：(1) 研发费用至少占营业收入的7%；(2) 营业额每年至少成长15%；(3) 税前销售利润率（即毛利率）至少15%或更高；(4) 股东权益报酬率（即净资产收益率）至少15%或更多。墨菲认为，这四个条件中最重要的是研发费用，净资产收益率相对最不重要。墨菲向全世界投资人推荐了30家一直到2010年都将保持高成长的高科技企业，如微软、英特尔、惠普、网景等，这些公司都将研发费用放在首位，因为根据著名的“莫尔定律”，如IT产品每18个月价格就要降低50%，从而迫使其产品寿命只有18个月，这样就必须投入相应的研发费用，不断研制开发新产品。据此，墨菲推出了“成长流量”和“成长流量比”的概念。他提出，一家高科技股除了每股收益外，还必须计算每股研发费用，把每股收益加上每股研发费用，就是公司的成长流量，用股价除以成长流量就是成长流量比，一般上市公司是以本益比（即市盈率）来衡量其股价高低的，高科技企业则应按成长流量比来衡量其投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资价值。因为每股收益是过去已经拿到的利润，每股研发费用才能代表企业未来的获利能力，研发费用的主要开支，就是用高薪吸引高智能人才。市场是最公正的，高智能人才愿意加盟的企业，肯定是好企业，这样的高投入也会有高回报。当然，研发费用的投向必须对路，否则，就可能竹篮打水一场空。另外，根据墨菲的考察，研发费用不得少于营业额的2%，否则就难以在国际市场上竞争。

新产品开发、试制情况。重点检查新产品开发的及时性和效益性，如分析企业是否根据市场需求变化、产品销售情况，正确判断企业现有产品所处的生产周期阶段，及时制订新产品开发规划；是否及时按照开发方案，从人员机构、技术设备、科技信息、资金供应等方面保证新产品开发工作的顺利进行。分析企业开发的新产品对企业经济效益的影响，同时，还要注意开发的新产品是否既技术先进，又价格合理、成本低、消费者买得起、用得上等。

◎ 仔细阅读招股说明书

招股说明书是投资者获得上市公司信息的最佳途径之一，也是投资者对上市公司股票进行价值判断的重要依据。在新股发行实行核准制之后，为规范信息披露，2001年3月15日中国证券监督管理委员会发布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号招股说明书》，对公司招股说明书的格式与内容做了详细的规定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



招股说明书新格式的主要特点

与旧准则相比，招股说明书新格式（下称新准则）在财务会计信息的披露方面主要有以下特点：

系统性强，重点突出。在不影响信息披露的完整性和不致引起阅读不便的前提下，新准则要求企业有系统、有选择地对重点财务会计信息予以披露，以方便投资者阅读及了解拟发行上市公司的财务信息。投资者欲了解其详细信息，可查阅招股说明书附录和备查文件。

对相关信息的披露要求更具体化，更加强调信息披露的质量。新准则强化了包括发行人、承销商、律师、注册会计师、注册评估师在内的相关各方对信息披露的责任，更加重视中介机构专业人士对相关问题的意见和看法。

强调了公司治理结构相关问题的披露。新准则要求用专门的章节披露公司的决策程序和议事规则，保证高层管理人员履行诚信义务的限制性规定以及高层管理人员近三年的变动情况等。如果发行人设立独立董事的，要披露独立董事的人数、独立董事发挥作用的制度安排及其实际发挥作用的情况等。新准则还要求公司管理层对内部控制制度的完整性、合理性及有效性做自我评价。如果注册会计师指出以上“三性”存在重大缺陷的，发行人有责任予以披露并说明改进措施。上述这些要求，有利于现代企业制度和公司法人治理结构的真正落实，有利于公司持续、健康、稳定发展，同时，也增加了公司的透明度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



强调了对同业竞争情况的信息披露。新准则要求发行人说明是否与其实际控制人及其控制的法人存在同业竞争，对于已存在或可能存在的同业竞争，发行人应披露解决同业竞争的具体措施。发行人还应披露律师、主承销商对发行人是否存在同业竞争和避免同业竞争有关措施的有效性发表的意见。对于关联关系和关联交易，要求从严披露，而且要求发行人制定减少关联交易的具体措施。这些措施的制定和有效实施，可以防止高层管理者和控股股东的不正当行为，可以防止管理层出于特殊目的利用关联交易粉饰公司的财务状况或经营成果，对于保护中小投资者的合法权益有重要意义。

强化了发行人的风险提示责任。要求发行人披露与其相关的各种风险，包括市场风险、业务经营风险、投资风险等，特别增加了财务风险和管理风险。当发行人主要财务指标出现重大异常，存在金额异常重大的应收款项或存货、金额重大的非经常性损益项目、重大或有负债、发行前资产负债率接近70%等情况的，应做特别风险提示。强化风险因素有利于投资者正确理解公司的财务信息。在证券市场上，风险与收益是同时存在的，并且二者之间存在着内在的关联性，全面揭示各种风险因素将有助于投资者正确地理解对公司的投资回报。另外，揭示公司内部控制状况、管理制度不完善、管理政策不稳定等因素对公司的影响，同样对投资者正确判断公司的投资价值以及合理预期公司的未来发展有重要意义。

突出了管理层的财务分析和说明。要求管理层对公司的资产质量状况、资产负债结构、股权结构的合理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



性、现金流量和偿债能力的强弱、财务优势和困难等做出具体的评价，并且要求披露和揭示有无重大事项发生以及该事项是如何发生的。强化公司管理层的财务分析和财务说明，可以帮助投资者了解公司业务情况，是一种更成熟的资本市场的表现。公司管理层对公司信息的了解和理解有其固有的优势，普通投资者处在信息不对称的地位，即普通投资者永远不可能在信息时效、信息数量、信息质量等方面与公司管理层掌握同样的信息。因此，要求公司管理层做出客观的财务分析结论，能够在一定程度上减少信息不对称的影响，能够帮助投资者了解公司的业务，正确理解公司的财务会计信息。

总体来看，新准则最大的变化在于，不仅强调了会计数据的披露，更重要的是强调了影响会计数据的内在因素的披露。这一点是非常重要的。

新准则强调的上述几方面的因素，正是现代国际性会计师事务所越来越关注的问题。国际性会计师事务所在审计方面，正在投入越来越多的资源来了解和评价公司治理结构及内部控制制度、进行风险因素分析和风险评价、深入了解公司业务，以提高审计效率、降低审计风险，同时帮助客户改进内部控制，降低经营风险。

招股说明书的构成和应重点关注的内容

按照新规则的要求，上市公司的招股说明书的内容，应主要包括：

（1）目录；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(2) 释义；

(3) 本次发行概况；

(4) 主要风险因素及对策；

(5) 发行人的基本资料；

(6) 发行人股本；

(7) 主要发起人与股东的基本情况；

(8) 内部职工股有关情况；

(9) 发行人的组织结构及组织机构概况；

(10) 发行人业务和技术概况；

(11) 关联方、关联关系与关联交易；

(12) 董事、监事、高级管理人员与核心技术人员；

(13) 发行人的公司治理结构；

(14) 主要财务会计资料，应披露主要财务数据、主要财务指标、盈利预测数据（如有）以及发行人管理层的财务分析意见；

(15) 业务发展目标；

(16) 募股资金运用；

(17) 发行定价及股利分配政策；

(18) 附录及备查文件。

招股说明书的内容很多，投资者需要总揽全局，并对其中的重要信息进行分析。在构成说明书的全部内容中，投资者应重点注意以下内容。

风险因素。风险因素是投资者应该仔细阅读的部分，它包括了与发行人相关的所有重大不确定性因素，特别是发行人在业务、市场营销、技术、财务、募股资金投向及发展前景等方面存在的困难和障碍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



按照中国证监会的规定，上市公司需要披露的风险包括：

市场风险。投资者要重点注意发行人存在的市场开发不足或存在销售障碍风险，产品所处的生命周期以及是否存在过度依赖单一市场信息的风险等。若公司产品缺乏确定的市场，或市场占有率存在持续下降趋势，还要注意公司是否做出了“特别风险提示”，对此应予以特别关注。

业务经营风险。要注意公司对某一重要原材料、产品或服务、自然资源或供货渠道以及客户是否存在过度依赖的问题，是否会面临行业不景气。若公司的业务发生重大变化，要注意公司针对其新业务在管理、技术和市场等方面是否存在不确定性因素所做的“特别风险提示”。

财务风险。主要包括偿债能力不足、资产流动性差、担保等或有负债数额较大、债务结构不合理、应收款项发生坏账、难以持续融资以及财务内部控制、对外投资控制的财务失控等风险。目前许多公司在对外担保方面显得很随意，由此产生的大量或有负债已经对一些公司的生存带来严重威胁。投资者对此要特别留意。

管理风险。要注意公司是否存在与控股股东及其他重要关联方存在同业竞争及重大关联交易的风险，公司的管理层、管理制度、管理政策是否稳定，内部激励机制和约束机制是否健全等。

技术风险。要注意公司技术是否成熟、是否存在对某一核心技术人员、某一特定的知识产权、非专利技术等过度依赖的风险。若公司不拥有核心技术的所有权，或依赖他人提供重要的生产经营核心技术，公司按规定要予以特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



别说明，投资者对此要格外注意。

募股资金投向风险。要注意投资项目因市场、技术、环境、财务等因素引起的风险，特定收购兼并项目的风险，股权投资及与他人合作的风险，以及项目管理和组织实施的风险等。

政策风险。要注意国家有关政策法规变化引起的风险，包括由于财政和税收政策、产业政策、行业管理政策、环保政策的限制或变化等可能引起的风险等。如果企业过去的业绩严重依赖政府的一些优惠政策（如地方政府的税费减免或返还等），要注意这些优惠政策的扶持力度和终止时间。

其他风险。包括存在的法律诉讼风险和仲裁风险、外汇风险、股市风险等；对我国加入世界贸易组织后受影响较大的行业还要注意加入世界贸易组织对企业造成的风险。

上市公司应针对实际情况，对上述风险因素有选择地进行增减，但对减少的应说明理由。在披露风险因素的顺序上应遵循重要性原则。如果对应该提示的风险没有提示，或提示的过于简单，投资者就要小心谨慎。

上市公司在分析每一个潜在风险的时候，还会对每个风险提出具体的应对措施，投资者应对其具体措施的可行性进行分析。一般来讲，风险防范措施应该切实可行，如果企业对风险的描述轻描淡写，防范措施也仅是出于“例行公事”，说明企业管理层对投资者缺乏诚信。

发行人基本情况。对发行人的基本情况，投资者应重点分析以下方面：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



员工素质情况。其中包括：员工人数及变化情况；员工专业结构；员工受教育程度；员工年龄分布。

有关股本情况。其中包括：发行人股本结构的历次变动情况；外资股份（若有）持有人的有关情况；持股量列最大10名的自然人及其在发行人单位任职情况；公司拟发行的股份及本次发行后公司股本结构。股本结构直接关系到公司的内部治理情况，同时通过公司历年股本结构的变化可以透视公司成长和演变情况。

“五”分开情况。看发行人在业务、资产、人员、机构、财务等方面是否与发起人或股东做到分开，发行人是否具有独立完整的业务及面向市场自主经营的能力。属于生产经营型的发行人，投资者还要注意其是否具有完整的供应、生产和销售系统。

发起人的基本情况。投资者应注意股东或实际控制人名称及其股权的构成情况；所持有的发行人股票被质押或其他有争议的情况。如发起人或股东为企业法人，则要注意其主要业务、注册资本、总资产、净资产、净利润等情况。

业务和技术。发行人所处行业的基本情况。包括行业竞争状况、市场容量、投入与产出、技术水平以及上述相关因素的发展趋势。

影响行业发展的各种有利和不利因素。如产业政策、产品特性、技术替代、消费趋向、购买力与国际市场冲击等因素以及进入该行业的主要障碍。

发行人面临的主要竞争状况。包括自身的竞争优势及劣势，市场份额变动的情况及趋势，同行业竞争的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



*发行人的主营业务情况。*主要有发行人的主要业务构成、前三年的主要产品（或服务）及其生产能力、主导产品的基本用途、主要产品所需的主要生产设备，关键设备的重置成本、先进性及剩余的安全运行时间；每种主要产品的主要原材料和能源供应及成本构成、销售情况和产销率，产品的主要消费群体、平均价格及定价策略、主要销售市场、国内市场的占有率、销售额等。

*主要客户及供应商的资料。*包括前5名供应商合计的采购额占年度采购总额的百分比；对前5名客户的销售额占年度营业额或销售总额的百分比；若某单个供应商对企业的原料供应比例或某单个企业对公司商品的购货比例达到和超过51%时，发行人有义务披露这家主要客户的名称及采购或销售比例，投资者在阅读招股说明书时应予以重视。

*发行人核心技术的来源和方式。*要注意发行人是否拥有核心技术的所有权，所拥有的核心技术在国内外同行业的先进程度。

*发行人主导产品或业务及拟投资项目的技术水平。*要注意发行人所采取的先进生产工艺或技术诀窍、运用的新材料及新的生产手段、节能技术、新的生产组织方式等。

*知识产权、非专利技术情况。*主要包括发行人所有或使用的知识产权，非专利技术的名称、用途、价值；发行人所有或使用的知识产权的保护状况，如发明是否已申请专利；发行人所有或使用的知识产权的剩余保护年限。

*发行人产品生产技术所处的阶段。*即处于基础研究、中试、少批量生产或大批量生产的具体阶段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



发行人的研究开发情况。包括研究开发机构的设置，研究人员的构成，正在从事的项目及进展的情况、拟达成的目标、研发费用占主营业务收入的比重等。

此外，投资者还要注意发行人保持技术不断创新的机制和进一步开发的能力，包括技术储备及创新的安排、企业文化建设等。发行人名称冠有“高科技”或“科技”字样的，要注意冠以此名的依据是否充分。

同业竞争与关联交易。注意发行人与控股股东或控股股东的法人是否有相同或相近的业务。若有，则要根据业务的性质、业务之间的客户对象、业务的市场差别以及对发行人的客观影响等方面对发行人与控股股东之间是否存在同业竞争做出分析和判断。

对于存在同业竞争的，要注意发行人是否提出了具体的切实可行的解决办法。如针对存在的同业竞争，通过收购、委托经营等方式，将相互竞争的业务纳入到发行人的措施；发行人放弃与竞争方存在竞争业务的措施；竞争方就解决同业竞争，以及今后不再进行同业竞争做出的有法律约束力的书面承诺。投资者特别要注意同业竞争可能会给发行人和中小股东带来的损害。

发行人的关联方主要包括控股股东；其他股东、控股股东及其股东的控股或参股企业；对控股股东及主要股东的有实质影响的法人和自然人；发行人参与的合营企业和联营企业；主要投资者个人、关键管理人员、核心技术人员或与上述关系密切的人士控制的其他企业。

发行人与关联方的关联关系主要是指在财务和经营决策中，有能力对发行人直接或间接控制或施加重大影响的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



方式或途径，主要包括关联方与发行人之间存在的股权关系、人事关系、管理关系及商业利益关系。投资者要特别注意的不是发行人与关联方存在的法律联系形式，而是关联方对发行人进行控制或影响的具体方式、途径及程度。

发行人与其关联方的关联交易主要包括：购销商品、买卖有形或无形资产、兼并或合并法人、出让与受让股权、提供或接受劳务、各种采取合同或非合同形式进行的委托经营等，提供资金或资源、协议或非协议许可、担保、合作研究与开发或技术项目转移、向关联方人士支付报酬、合作投资设立企业、合作开发项目等。

对发行人披露的关联交易，投资者要分析关联交易的内容、数量、单价、总金额、占营业收入的比例、定价政策及其决策依据。要注意关联交易是否遵循了市场公正、公平、公开的原则，如交易是否通过招标，价格是否公允，与市场独立第三方价格有无差异等。

从中国上市公司关联交易的实际效果看，关联交易一直是许多上市公司调控利润的常用手段，使相当部分上市公司的利润水平严重失真。各式各样的关联交易可能会将资金和收益转移出去，因此要对有问题的贷款、担保、用于个人收益的商业资产、没有竞争力的销售和购买保持警惕。

高级管理人员与核心技术人员。一个企业经营业绩的好坏除了取决于行业背景这一先天性因素外，另一个至关重要的因素就是企业决策层的经营素质和是否拥有一批掌握核心技术的人员。在评判企业的投资价值时，必须对企业经营管理者的素质状况给予应有的关注。在这方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



面投资者需要重点了解的因素主要有：经营者的年龄、职称、主要业务经历、过去的经营业绩。对核心技术人员还注意其主要成果及获得的奖项。为了了解上述经营者对企业是否具备应有的责任心，投资者还要注意这些人员对企业的持股情况，包括持股数量、持股期限和相关的承诺与协议。

公司治理结构。内部治理结构不健全是目前妨碍上市公司规范运作的重要因素，为促进上市公司尽快建立完善的内部治理结构，《新规则》要求发行人必须披露其内部治理结构情况。对此投资者应重点注意的内容是：

发行人重大生产经营决策的程序与规则，包括对外投资等重大投资决策的程序和规则，重要财务决策的程序与规则，对高级管理人员的选择、考评、激励和约束机制，利用外部决策咨询力量的情况。

公司管理层对内部控制制度完整性、合理性及有效性的自我评估意见。注册会计师对上述“三性”存在重大缺陷的评议和发行人的整改措施。

发行人主要责任人如董事长、经理等在近三年是否有过更换，更换的原因和经过，借此进一步了解公司的用人制度和经营上的稳定程度。

财务会计信息。前述内容侧重于从定性的角度对发行人进行评估，而财务会计分析主要从定量的角度对发行人进行分析和评判，较之定性分析，这种分析更具真实性和准确性。从分析的原则和要点上讲，投资者在进行会计分析时要注意以下几个方面。

报告期利润形成的有关情况，包括销售收入总额和利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



润总额的变动趋势及原因，业务收入的主要构成，重大投资收益和非经常性损益的变动趋势及原因，适用的所得税税率及享受的主要财政税收优惠政策等。

最近一年末财务报表中主要固定资产类别、折旧年限、原价、净值、折旧方法；主要对外投资的投资期限、初始投资额、期末投资额、股权投资占净资产的比例、股权投资占被投资方的股权比例及会计核算方法；有形资产净值，待摊费用及长期待摊费用后的余额。

资产负债表显示的主要债项。包括主要的银行借款，对内部人员和关联方的负债，主要合同承诺的债务，或有债项的金额、期限、成本，票据贴现、抵押贴现、抵押及担保等形成的或有负债情况，对逾期未还的，要注意其金额、利率、资金用途、超期原因、还款计划等。

各会计期期末的股东权益情况，包括股本、资本公积、盈余公积、法定公益金及未分配利润情况。

现金流量情况。包括经营活动产生的现金流量、投资活动产生的现金流量、筹资活动产生的现金流量的基本情况和不涉及现金收支的重大投资、筹资活动及其影响。若经营活动产生的现金流量净额为负或发生重大异常变化的，要注意其中的原因。

要注意财务报表的附注，特别是附注中有关对企业重大关联交易或有关事项及其他重要事项的说明。

要注意财务报表的编制基准、合并报表范围及变化情况。对有关数据的口径要注意是股份公司母公司报表口径，还是合并报表口径。

财务报告被出具带说明段的无保留意见的，投资者要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



注意发行人披露的审计报告及经审计的利润表、相关的说明事项的财务报表附注和公司董事会、监事会的详细说明。仔细阅读审计意见寻找公司财务报告与公认会计原则不一致的地方。如果审计意见涉及保留事项，就要保持警惕。

发行人在设立时以及在报告期内进行资产评估并据以进行账务调整的，投资者要注意资产评估所履行的程序和采用的评估方法，资产评估前的账面值、评估值及增减变化情况。对增减变化超过30%的，要注意变化的原因。

管理层对公司财务状况、经营成果的解释是招股说明书中最重要的内容之一，特别是在投资者对财务数据产生疑问的时候。它会告诉投资者管理层对公司运行状况的认识，并给出收入、成本、盈利方面变化趋势的预测。

各项财务指标。发行人按规定要披露经审计财务报告期的一些财务指标，主要是发行人资产负债表中主要项目的重要事项。包括流动比率、速动比率、应收账款周转率、存货周转率、无形资产（土地使用权除外）占总(净）资产的比例、资产负债率、每股净资产、研究与开发费用占主营业务收入的比例。这些指标是投资者继续进行财务分析的先导，通过阅读这些指标，可以使投资者方便快捷地把握发行人财务方面的总体情况。

募集资金运用。在募集资金的运用方面，投资者应重点分析的内容包括：预计将要募集的资金总量及其依据；募股资金运用对主要财务状况及经营成果的影响，包括对净资产、每股净资产、净资产收益率、资产负债率、盈利能力、资本结构的影响；投资概算情况，预计投资规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



模，募股资金的具体用项及其依据；所投资项目的技术含量；主要原材料、辅助材料及燃料等的供应情况；投资项目的产出和营销情况；投资项目的效益分析，包括现金流、内部收益率、达产期、回收期和项目的市场生命周期等；项目的组织情况，项目的实施进展情况等。

若发行人将募股资金拟用于对外投资、与他人合资进行固定资产项目投资的，上市公司按规定还要披露：合资方的基本情况，与发行人是否存在关联关系；投资规模及各方投资比例；合资方的投资方式和资金来源；合资协议中有关可能给发行人造成损失及损失处理条款，如合资方不能按规定出资，可能给发行人造成的损失以及损失的补偿方式等。

如果发行人将募股资金拟用于对外股权投资组建企业法人或其他法人的，投资者还应注意：拟组建企业法人或其他法人的基本情况，包括设立、注册资本、主要业务等；投资规模及各方出资比例；法人的组织及管理情况；合作方的基本情况及与发行人是否存在关联关系。

如果发行人拟将募集资金用于收购在建工程的，按规定上市公司应披露的信息有：在建工程的已投资情况；投资来源；还需投资的金额；负债情况；建设进度；计划完成时间，收购价格的确定方式。

如果发行人拟将募集资金用于收购兼并其他法人股份或资产的，公司按要求应披露的信息有：被收购企业的基本情况及最近一个完整会计年度及最近一期的主要财务会计数据；收购的股份或资产；所收购股份或资产的评估、定价等情况；收购兼并后参股、控股的比例及其控制情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



况。

如果招股说明书对上述信息该披露的没有披露，或该解释的没有做出满意的解释，投资者就应保持警惕。特别是对募集资金的用途没有做出合理说明的，就不要做出投资决定。按规定，招股说明书还应对新老股东获得股份的价格进行比较，并对资金募集前后的股本结构变化进行说明，投资者对此要仔细阅读。

发行定价及股利分配政策。要注意发行人确定股票发行价格时考虑的主要因素、股票估值的方法、定价过程、定价方法与最终商定的发行价格，以及股票发行后的摊薄情况。目的主要是要判定发行人的股票定价是否合理，是否存在价格高估的问题。

对股利分配政策，按规定，发行人应披露历年股利分配政策及发行后的股利分配政策，说明有无变化；发行人最近三年历次实际股利分配情况；本次发行完成前滚存利润或损失的分配或负担政策等。公司的利润分配政策将反映股票将是收益型的还是成长型的。如果是收益型股票，公司应该有一个很好的股利分配历史；如果是成长型股票，公司就可能没有发放股利的历史记录。有些公司由于受到债权人的限制，很少分配股利。

寻找价值的路标

在招股说明书中寻找价值路标，这一过程主要是对公司基本面进行分析，搜寻能够代表价值的基本因素。

与收益相比，发行价格是否合理。如果价格过高，股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



票就被高估。为回避风险，投资者不要付出比股票真实价值（在可以预见的将来）更高的价格。

募集资金的使用是否可行。如果资金没有被投入到预定的项目上，发行上市就很可能会演变为圈钱行为。因此不要对那些既不知道怎么做，又没有什么项目可做的公司的股票进行投资。试图在股票市场圈钱的公司往往没有明确的商业计划。

特别风险提示和风险因素是上市公司对投资者礼貌的警告，因此投资者必须仔细关注，尤其是列示在说明书首页中的特别风险提示包含了投资者应该特别关注的风险事项和财务状况。

管理层是否有经验和专长。公司的管理层是否有经验和专长，是企业能否走向成功的关键因素。要注意公司的历史和它过去成功的记录。根据历史来预测公司的未来前景。需要特别注意的是公司的收入是稳定的还是偶然的，如果变化不定，就要寻找导致这些变化的原因。

计算一下发行者的底价值多少。利用资产负债表对发行者的权益进行分析，权益包括普通股及其等价物（资本公积、盈余公积、未分配利润），它直接反映了投资者手中股票的价值，这个值越大，就需要越多的收益来维持股价。当这些等价物转化为普通股时，股票价格会发生变化，这是因为转化增加了股本数量，而收益是否能在现在的股本规模上维持股价就成为一个重要的分水岭。

分析上市公司的每一项债务记录以及到期时间。检查发行者是否在到期时偿付其债务、是否借得太多。有些发行人即使用发行收入来还债也还是显得力不从心，投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



应远离那些过度负债的公司。

看看管理层有多少在该产业中经营的经验，其主要成员在公司的工作时间有多久。如果主要管理者缺乏经验，或者只是兼职，并且只做短期的服务，就要保持谨慎。

投资者的态度

在对待招股说明书的态度上，投资者必须保持独立思考。具体而言：

要心存怀疑。如果公司的资金投向、经营规划等商业计划看上去没有可行性，那么事实可能就是这样。

要相信自己的判断力。在发行人招股集资的时候，市场上会出现主承销商或某咨询机构对发行人投资价值方面的分析报告，报告中多为赞美之词，千篇一律，很多情况属于对公司进行包装的一个组成部分，投资者在阅读时对此要保持谨慎。

要保持一颗好奇心。尽可能多地提出与发行相关的问题，如果得不到这些问题的合理答案，就不要轻易做出决策。

◎ 透视上市公司的年报

年度报告（即年报）是股份公司向股东和投资者披露其经营与财务状况的必备文件。为了规范年报的信息披露，保护投资者利益，中国证监会对上市公司年报的内容、格式以及公布时间都做了统一规定，并且对年报的真

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



实性、准确性和完整性进行审查。

按照中国证监会的规定，上市公司应当在每个会计年度结束后的120日内编制完成年度报告，并立即将年报摘要刊登在（至少一种）中国证监会指定的全国性报刊上。由于我国企业的会计年度与公历年度是一致的，所以上市公司的年报必须在每年4月30日之前编制完成。

投资者需要注意的是，年度报告正本与年报摘要是不同的。年报摘要摘自年报正本，其目的是以较少的篇幅和简洁的文字，将公司的经营状况与会计报表呈献给投资者。投资者在证券类报刊上所看到的就是年度报告的摘要。目前证监会指定的全国性报刊有：《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》、《金融时报》和《证券市场周刊》等。

投资者在阅读年报之前，首先要弄清年报的主要内容。中国证监会规定年报正本包括11个组成部分，涉及上市公司的基本情况和生产、经营等各个方面的重要事项。这里我们先简要说明年报各部分的主要内容和该部分中最有价值的信息，让投资者知道各部分都讲了些什么，以及从中该了解的重要资讯。

公 司 简 介

这部分内容主要涉及公司法定中、英文名称、股票简称和代码；公司注册地址、办公地址、邮政编码、公司网址；公司法定代表人名称、董事会秘书名称、联系电话、传真、电子信箱等；公司年报备置地点、信息披露媒体。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



借助于这些内容，投资者可以了解上市公司所处的行业以及与上市公司进行交流和向上市公司咨询有关公司情况的渠道和方式。

会计数据和业务数据摘要

本年度的主要利润指标。其中包括利润总额、净利润、扣除非经常性损益后的净利润、主营业务利润、其他业务利润、营业利润、投资收益、补贴收入、营业外收支净额、经营活动产生的现金流量净额、现金及现金等价物增加额。

投资者在分析这项内容时首先应该把净利润和扣除非经常性损益后的净利润进行比较，若两者差距较大，说明补贴收入或营业外收支净额对利润贡献较大，企业净利润中含有大量水分，未来年度净利润存在大幅滑坡的可能。其次是对比净利润和经营活动产生的现金流量，若现金流量过少，说明企业的净利润的最终实现带有很大的不确定性，企业存在操纵利润的可能。

利润表及利润分配表附表。本表从全面摊薄和加权平均两个角度，对主营业务利润、营业利润、净利润和扣除非经常性损益后的净利润四项利润指标的净资产收益率和每股收益进行对比显示。一般来讲，以上述四项利润指标计算的净资产收益率和每股收益的水平存在依次递减的关系，但若差距太大，也不正常。如，和同行业的其他企业相比，某公司以营业利润计算的净资产收益率远远小于以主营业务利润计算的净资产收益率，往往暴露出公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



或是财务开支较大，或是管理效率较低。

表 6－1 利润表及利润分配表附表

报告期利润	净资产收益率		每股收益	
	全面摊薄法	加权平均法	全面摊薄法	加权平均法
主营业务利润				
营业利润				
净利润				
扣除非经常损益后的净利润				

表中四个层次收益指标反映了公司的不同方面的盈利能力，投资者可根据不同的分析目的有所侧重。

主营业务利润指公司经营范围内的业务带来的销售利润，经此计算的盈利指标能反映公司的产品盈利能力，以及该公司所在行业的整体盈利状况。如果投资者比较同一行业的上市公司的近几年的该项净资产收益率、收益率高低的变化趋势，就能在一定程度上看出其行业竞争地位的变化趋势，如行业内大多数公司的收益率都有所下降，可以说明行业经营环境恶化，在对同业上市公司进行板块分析时，建议用这个层次的收益率指标。如果投资者对同一上市公司该项指标进行历史对比，可以看出公司在主业上是否有所作为，可作为长期投资的依据。所以，这一层次的收益指标对长期投资者最有参考价值。

营业利润已扣除了主营业务利润中的管理费用和财务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



费用，与第一层的收益指标比较，可看出公司负债水平及费用开支控制能力对公司盈利能力的影响。比较近几年的营业利润的收益指标，若该指标有所改善，而上一层次的收益指标没有下降，表明公司管理层在控制管理费用开支、改善财务结构方面有所作为。反之，若上一层次指标提高而这一层次指标下降，投资者应注意公司在费用控制及资产负债结构安排上有无不当之处。

净利润包含了公司对外投资收益及一些非经常损益因素，同上一层次指标对比可分析上述因素对盈利水平的影响。该项指标对于分析 ST、PT 等重组题材较浓的上市公司意义较大，因为重组收益一般不能计入主营业务利润和营业利润，所以对一、二层次的两项指标没有影响，只会提高净利润层次的收益指标。当然，若重组后能改进主营业务竞争能力、提高经营收入、降低成本、节约费用开支，一、二层次的两项指标就会有所提高。

非经常损益通常指计入损益表中营业外收支项目。出售固定资产损益、合并价差摊入、债务重组损益、偶发自然灾害损失、捐赠收支、临时税收减免等都是非经常损益。因为非经常损益带来的收益率是暂时的，对判断未来投资价值意义不大。增加该项披露要求，可提醒投资者合理预计将来的盈利水平变动风险。如果 ST、PT 上市公司重组后，该指标及一、二层指标都有所改善，可表明重组后公司盈利能力有了真正提高，此时股价回升就会有业绩支撑。

总之，投资者若能将四个层次的收益指标变动进行综合分析，一定可以更好地了解公司真正的盈利能力，更有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



效地进行投资分析。

截至报告期末公司前三年主要会计数据和财务指标。包括主营业务收入、净利润、总资产、股东权益、每股收益、每股净资产、净资产收益率、调整后的每股净资产等。

分析这些数据，可以使投资者掌握以下重要信息：

要对各项指标进行历史的纵向比较，以此观察各指标的动态变化情况，并据此对上市公司的财务和盈利的未来演变趋势进行大概的推测。

对比各年的每股净资产和调整后的每股净资产两项指标的差异程度。若调整后的每股净资产较之调整前有明显的缩水，说明公司的资产质量较差。投资者可以将企业历年调整后的每股净资产占每股净资产的比率进行比较，可以看出公司资产质量的演变情况和发展趋势。

根据每股经营活动产生的现金流量净额的历史变化和历年该项指标在每股收益中所占的比重，可以看出公司净利润的兑现程度和在动态上向好还是向坏的变化方向。

企业净资产收益率的水平及其变化情况反映了各年度企业利用股权资本的获利能力和变化情况。扣除非经常性损益后净资产收益率占净资产收益率的比重则更准确地反映了企业通过主营业务为股东谋利的真实水平。

股东权益变动情况。该项目列示了企业的股本、资本公积、盈余公积、法定公益金、未分配利润和股东权益合计六项指标的期初数、本期增加数、本期减少数、期末数。投资者在分析这部分内容时，可重点关注：资本公积金的数额及其与年初的增减变化情况、变化的原因；企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



未分配利润的期初、期末数额的绝对数和增减变化情况；股东权益合计的期初、期末数及两者差额的大小。这三项指标直接关系到企业的股本扩张能力和股息派发能力。

股本变动及股东情况

对这部分内容投资者应重点关注：

公司股份变动情况。包括股本结构情况和股票发行与上市情况，投资者要注意上市公司近三年来（或自公司成立以来）历次股票发行情况，报告期内因送股、转增股本、配股、增发新股、吸收合并、减资等原因引起本公司股份总数的变动的情况，以及现存的内部职工股或公司职工股情况。对于送股和转增股本的企业，要分析其送转政策是否符合企业的经营实际，在净利润、资本公积和主营业务的增长方面是否具备送转的基础，是否存在为了配合主力炒作而进行超分配的问题等。一般来讲，如果企业各年度的利润分配水平相差悬殊，在多分的年份公司股价又出现了异乎寻常的上升，往往意味着企业管理层为了市场炒作而过度地扩张股本，甚至会透支未来年度的利润。这样的企业，一旦炒作目的实现，其股票价格往往会陷入长期低迷状态。

非流通股特别是国有股在总股份中所占比重。一般来讲，这部分股票所占比例越高，上市公司管理上存在的“一股独大”问题就越难以解决，同时这部分非流通股将来上市时对公司股价带来的压力也就越大。

股东总数和前10名股东情况。投资者可以利用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股东总数和公司的总股份计算出股东平均持股数，然后与过去年份相比，可以看出公司股份筹码的集中度和市场主力的介入情况。与历史对比，要注意前10名股东的变动情况，大股东的变更虽然会给企业带来资产重组、行业转换等方面潜在的市场炒作题材，但大股东变更频繁也会导致公司管理的无序和混乱，使公司的经营政策难以保持连续和稳定。

主要股东所持股份有无质押及冻结情况。现任董事、监事和高级管理人员的姓名、年初和年末持股数量、年度内增减变动情况及增减变动的原因。对持股10%（含10%）以上的法人股东，应注意股东单位的法定代表人、经营范围。

股东大会简介

年报会介绍年度股东大会和临时股东大会的有关情况。借助于这一部分内容投资者可以了解公司报告期内发生的重要事件，如重要投资决策、会计师的聘任等；看董事、监事是否有异常变动情况，以此判断公司的人事结构是否协调、稳定。

董事会报告

这部分内容涉及公司的经营情况、财务状况、投资情况、经营环境变化对公司经营产生的影响、新年度的业务发展计划等。投资者在分析时要重点注意的是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对公司经营情况：投资者要重点关注公司的行业属性和行业地位；主营业务范围及其经营情况，如果公司业务涉及不同行业，还要注意占公司主营业务收入10%以上的经营活动及其所属行业，有无市场拳头产品和支柱产业；占主营业务收入10%以上的产品的生产技术水平、产量和收益状况；控股子公司的经营情况及业绩水平；公司针对经营中出现的问题，管理层是否提出了切实可行的解决方案。

对公司财务状况：投资者主要应注意公司的总资产、长期负债、股东权益、主营业务利润和净利润五项指标在本年与上一年相比的绝对变动额和相对变动百分比数据，以此可以对公司一年的经营成绩做出一个基本的推断。同时根据这些数据指标，我们还可以看出公司管理层对经营状况的回顾是否真实和客观，以及管理人员对股东的忠实程度。

对公司的投资情况：投资者要结合公司的招股说明书对企业募集资金的使用进行重点分析。一看募股资金的投向与招股说明书的承诺是否一致，二看募股资金的投入进度与公司招股时的承诺进度是否一致，对已经投产的，要看项目的经济效益与原来的预计是否大体一致。上述三个方面不仅可以提示公司未来的利润增长情况和发展潜力，更重要的是可以使我们能对公司管理人员的决策能力和决策水平的优劣及公司是否面临经营上的道德风险做出准确的评判。当然对公司在非募股资金的重大投资，投资者也应给予足够的重视。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对公司管理层和员工情况：投资者应注意公司管理层的人员年龄组合状况，中青年所占比例的大小，公司总经理与董事长是由一人担任还是由两人担任等，这些情况常常关系到公司管理层在市场竞争中是否具有足够的开拓、创新能力，公司的重大经营决策能否做到规范科学，决定着企业盛衰兴亡。对于员工情况，投资者要与招股说明书的介绍进行对比分析，从动态的角度把握企业员工的整体素质，并由此洞察企业对人才的重视程度和人力资源的投入力度。

对公司的利润分配情况：投资者要关注企业的利润分配政策。对于利润不分配的，按着中国证监会对2000年年报的披露要求，公司必须就不分配的原因及资金使用安排做出说明，同时还要求董事会就公司下一年度利润分配政策做出预计，并明确现金股息占股利分配的比例。这既是一种承诺，也是对公司经营班子工作的一种鞭策，同时，还可以成为投资者的决策依据之一。

重 大 事 项

在这部分内容中，上市公司如果在报告年度发生了《股票发行与交易管理暂行条例》第60条和《信息细则》第16条所列举的重大事件，以及公司董事会判断为重大事件的，应对这些事件及其披露情况进行说明。对这部分，投资者应重点关注以下内容：

重大诉讼、仲裁事项。目前出现较多的是上市公司因借款担保引起的巨额连带赔偿责任，这种责任一旦被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



迫履行将会给公司带来难以估量的经济损失，并严重威胁到股东的切身利益。

公司收购及出售资产、吸收合并事项。目前这类事项主要发生在上市公司与关联企业之间。对此投资者要结合财务报表附注对公司关联交易数量、交易价格和交易金额进行审查，并分析这些关联交易对公司的影响。

公司与控股股东在人员、资产、财务上“三”分开情况。虽然在1999年底公布的《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第二号〈年度报告的内容与格式〉》中，中国证监会明确要求在年报中对上市公司与控股股东之间人员独立、资产完整和财务独立的情况进行公开披露，但由于没有对披露的具体内容做出明确规定，一些公司在这一项内容的披露上多数只是笼统地表述为“本公司相对于控股股东已经做到人员独立、资产完整、财务独立”，披露内容走过场已十分普遍。为了解决这一问题，证监会对2000年度公司年报在“三分开”方面的披露做了具体的规定。内容主要有：在资产方面，应说明上市公司是否拥有独立的生产系统、辅助生产系统和配套设施；工业产权、商标、非专利技术等无形资产是否由上市公司拥有，如上市公司不独立拥有工业产权、商标、非专利技术等无形资产，应说明目前使用情况；说明股份公司的采购和销售系统是否由股份公司独立拥有。投资者可以比照中国证监会的规定，对上市公司在“三分开”方面的披露情况进行检查，主要分析公司的信息披露是否充分及其潜在影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



财务会计报告

注册会计师的审计意见。尤其要注意注册会计师出具的非标准无保留意见审计报告。注册会计师作为专业性中介机构，在对上市公司的财务报表的审计过程中，能够更加准确地把握公司运行中所存在的问题，所以他们写出的审计报告，具有很强的针对性。借助这些报告，可以帮助投资者更准确地把握公司的财务经营的真实情况。

会计报表附注。这是财务报告中非常重要的一个组成部分。附注要对资产负债表、利润表的有关数据的来源或形成做出详细说明。一般上市公司主要的财务信息与存在的主要财务问题，在会计报表附注中都可能或明确或隐讳地有所反映，尤其是其中的税项、应收账款、长期投资、关联交易等资料，只要投资者肯下功夫阅读分析，就会发现对判断企业投资价值方面非常有用的信息。

对于财务报表，投资者一定要对自己所持有的股票或即将投资的股票的上市公司做一个深入的分析，了解公司报表的主要结构（尤其利润的主要来源）、主要异常点等。具体分析方法将随后介绍。

◎ 企业会计数据分析

会计数据构成了上市公司财务报表的主体，是外部投资者据以对上市公司进行分析的基础。会计分析的目的是评价一个企业的会计对其经营状况的反映程度。通过确定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



企业会计的灵活性所在，以及评价企业会计政策和会计核算的适当性，投资者可以确定企业会计数据的失真程度。另一方面通过修改企业会计数据，运用现金流量和注释资料纠正失真的会计数据，为以后财务分析提供可靠的数据基础。

财务报告的制度框架

上市公司通常要周期性地制作三份财务报告：反映当期运营状况的利润表；反映企业资产现状以及资金筹措情况的资产负债表；反映企业现金流动情况的现金流量表。为了有效地评估公司财务报表数据的可信程度，投资者首先要了解财务报告的基本特点，还要了解决定这些特点的制度框架。

权责发生制会计的要素。公司财务报告的基本特点之一是使用权责发生制而不是收付实现制会计。现金收付制的特点是在现金收入或支出发生后，再确认它们对财务报表的影响。与之不同的是，权责发生制认为交易对一段时间的财务报表的影响是在收入和费用发生时刻。也就是说，有收入时就记录，同样有费用发生也记录，无须等现金经手。

收益的确认。在权责发生制下，会计师计量收益所用的一个主要惯例就是收入的确认，它是判断是否将收入记录在某一给定时期的财务报表上的依据。确认的收入必须符合两个原则：

一是确实获得。为了获得收入，货物或服务必须被完

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全提供给顾客，通常的证据是已转移给客户。

二是能够实现。当货物或服务的现金或可获取的现金的凭证收到时，收入才能够实现。通常的证据是市场交易后买方支付或承诺支付现金，而且卖方已转移了存货或服务。如果现金没有直接收到，那么最后现金的可收回性必须有足够的保证。

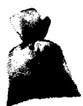
配比原则和成本回收原则。在一个时期的财务报表上，费用的确认和记录是在它们在经济效益已经消费或用完的情况下进行的。任何时期的费用都包括两种：(1) 在与赚取收入相关的时期内发生的费用；(2) 与时间本身相关的费用。

一些费用，如销货成本或销售佣金，很自然地与收入相关。如果没有收入，这些费用就无从产生。这种费用叫制造成本，在产品收入确认后，这种费用也同时得到确认。配比原则就是在确认相关收入的同时确认这种相关费用。

其他费用，如房租和管理费用，它们的产生同特定期间的销售无关。它们的效益的耗费取决于时间的长短，而不是销售水平。这种被直接确认为一段时间的费用，叫做期间费用。

会计确认费用的核心是成本回收的概念。在成本回收概念下，一些购买的物品或服务被记为资产，因为成本预计在未来时期内以现金流入（或减少现金流出）的方式收回。例如，买入货物或服务的支出发生在本期，但它们不会在本期内用完，而是一直到未来时期，这样支出就会被记录为资产。当使用货物或服务时，会计师减少资产账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



户，同时记录费用。假设某公司在 1 月 1 日付年租金 12000 元，由于还没有使用租用服务，所以资产里的预付租金账户增加 12000 元。每个月后，预付租金都减少 1000 元，同时房租费用增加 1000 元，这样便记录了预付租金资产的使用。

有许多规章和惯例规范着企业的财务报表的准备工作，但构成权责发生制会计基础的主要是企业资产、负债、所有者权益、利润和费用等几个重要概念。

资产是指一个企业拥有的经济资源。它的特点是：（1）可能在未来产生经济利益；（2）可合理计量。

负债是指企业过去得到的利益所产生的经济责任。它的特点是：（1）肯定要求合理偿还；（2）在合理约定的未来时间内。

所有者权益是企业资产和负债之间的差额。

资产、负债和所有者权益者之间的关系是：

资产 = 负债 + 所有者权益

收入是指一段时间内获得的经济资源。收入按收益实现原则确定。

费用是指一段时间内消耗的经济资源，费用按配比和成本回收原则确定。

利润是一定时期内企业收入和费用之间的差额。

财务数据由企业管理层对外公布。上市公司的财务资料由公司的管理人员负责收集、整理和对外公布。这一通行做法既有好处也有不足之处。因为公司管理人员对公司的经营情况很熟悉，所以由他们对根据权责发生制会计所反映的无数业务做出适当的判断，所得到的财务资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



料才可能最符合公司的实际情况。但是，由于投资者是利用报表有关数据来衡量和判断管理人员的经营业绩，这样管理人员就可能会利用会计的灵活性，用带有偏向性的假设来歪曲上报的利润，从而使报表数据严重失真。

公认的会计原则。要判断管理人员是运用会计的灵活性来披露其会计信息，还是在掩盖事实真相，对企业外部的投资者来说是很难的，于是政府管理部门制定出一整套会计准则和惯例来解决这一问题。会计惯例和准则使管理人员对所报会计数据可能进行的失真行为受到了严格限制。目前各国都有类似的私人或公共的会计标准制定机构。此外，国际会计标准委员会正试图制定世界范围的会计标准，虽然到目前为止，他们公布的标准还不具有法律约束力。我国上市公司的会计政策由财政部制定，1998年财政部发布的《股份有限公司会计制度》是中报和年报据以编制的基本会计准则。

统一会计准则要限制管理部门对不同时期或不同企业间的类似经济业务采取不同的记账方式。由此，建立了一种统一的会计语言，提高了财务报表的可信度。会计准则统一性提高了，但是在企业会计决策中，管理人员反映真实经营差异的灵活性却降低了。当对业务的经济效果需要进行必要的经营判断时，严格的准则可能无计可施，因为会计准则阻碍了管理人员运用其卓越的经营管理知识。而且，如果会计准则过于严格，则可能导致管理部门花钱调整经营业务，以取得预期的会计结果。

外部审计。外部审计被广泛地认为是所报财务报表诚信性的鉴定方式。外部审计确保管理人员一定时期内运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



用会计规则和惯例的连续性，确保其会计评估的合理性。在我国，所有上市公司招股说明书的财务报表和年度财务报表都要由独立的注册会计师进行审计。

审计限制了企业为达到其自身目的而歪曲财务报表的能力，从而提高了会计数据的质量和可信度。

法律责任。裁定管理人员、审计人员和投资者之间纠纷的法律环境对企业管理层公布的财务数字质量有重要的影响。诉讼和处罚的威胁有益于所公布数据精确度的提高。

影响会计质量的因素

下面三种因素有可能引起会计数据的混乱和失真：（1）会计规则过于严格；（2）预测失误；（3）公司管理人员为达到特定的目标而对会计数据的操纵。

会计准则。会计准则在限制经理层对会计数据进行不当处理能力的同时也不可避免地减少了会计数据所代表的信息量。比如，股份有限公司的研究开发费计入当期管理费用，但研发的结果可能是许多项目没有产生有价值的成果，而有些项目却很有价值。现行的会计制度不允许对两种结果进行不同的会计处理。广泛地讲，会计标准所带来的失真程度取决于统一会计标准对企业业务核算控制的情况。

预测的偏差。在权责发生制下，企业的收入和费用的确认含有主观成分。一项交易发生之后，由于经理人员不能准确无误地对交易结果进行估测就会造成会计数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



和经营实际结果的偏差。比如，在新会计制度下，当一个企业赊销一批商品时，权责发生制要求经理人员对应收账款的收回概率进行预测，以确定坏账准备的提取方法和提取比例。由于交易的复杂程度、对方企业的信誉及未来经济发展的状况都是不确定的因素，经理人员不可能对此做出完全正确的预测，实际违约行为与预计的违约行为出现偏差，实际发生的坏账情况就会高于或低于坏账准备的数额。

经理人员通过影响会计数据来达到自己的目的。经理人员完全有能力在《股份有限公司会计制度》许可的范围内，按自己的意愿对财务报表施加影响。在坏账准备提取的方法和比例上，在存货的计价上，在固定资产折旧的方法上，新会计制度都允许有自主选择的灵活性。经理人员对会计数据的影响可能出于以下动机。

*维护经理阶层个人利益。*由于管理人员的报酬和工作保障与财务报表的利润多少紧密联系在一起，导致他们为了个人利益而人为对会计数据进行加工。比如，在以利润实现为业绩考核指标的情况下，企业的高级管理人员就有可能通过更改会计政策和账项调整的方法来操纵利润，以达到自己获得高额分红或保住现有职位的目的。目前我国上市公司大股东对经理人员的业绩评价多是财务指标，这必然会助长其道德风险，粉饰公司财务报告。

*满足在资本市场上筹资的条件。*企业的管理人员操纵会计数据可能是为了影响资本市场对企业的评价。当管理人员和投资大众之间获得的信息不对称时，这种行为可以成功地影响投资者的看法，至少是暂时的。在我国，配股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对于上市公司而言是一条重要的筹资渠道。大部分经理人员都有将更多的资源置于自己控制之下的内在冲动，因而倾向于高比例和高股价的配股，对于那些经营不善、资金匮乏的企业更是如此。现行制度规定，配股的公司净资产收益率要达到10%，管理人员有可能出于达到配股条件的目的来操纵利润。我们可以看到许多企业普遍存在的一个奇怪现象，即每三年的财务报告中平均净资产收益率在10%～11%之间的企业特别多，而三年平均净资产收益率在9%～10%的企业却几乎没有。这种企业财务报表中会计数据的可信度就是非常值得怀疑的。

满足借款条款规定的需要。企业在向债权人借款时常常被迫接受一些限制性的债务条款，比如要求企业保持一定的还本付息比率、营运资金比率和净资产值等。一旦企业达不到这些比率的要求，债权人有权要求企业提前偿还有关债务。因此那些接近违反借债保证边缘的企业经理人员有可能通过调整账项的方法来达到这些比例。

股东的压力。我国上市公司的很大一部分是脱胎于计划经济，面对日益激烈的市场竞争，许多企业显得力不从心。随着原材料价格的上涨，人工费的上升，许多企业特别是早期上市的传统企业的盈利能力越来越低，股价长期低迷。经营业绩的不景气使企业来自股东的压力也越来越大，为了给股东一个好的交代，让股民有“回报”，只能在企业财务报表的利润“加工”上做文章。

会计规则通常规定了披露的最低限度，但不限制管理人员自愿提供额外的资料。公司管理人员可以利用财务报表的不同部分来描述公司的策略、会计政策和企业当前的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经营状况。在管理人员如何利用会计披露的灵活性方面，各个公司之间有很大的不同。这样投资者在评价企业的真实财务状况时就必须付出更多的时间和精力。

进行会计数据分析的步骤

投资者可以按以下步骤对上市公司的会计数据质量进行分析。

第一步：弄清哪些会计政策对企业经营的影响最大。一个企业所处的行业特性和它所选择的竞争战略决定了该企业的主要成功因素和面临的主要风险，会计数据分析的一个主要目的就是评估企业在何种程度上运用了这些成功因素并控制住主要风险。

比如，对于一家主营设备租赁业务（如汽车租赁）的上市公司来说，最主要的成功因素是企业能正确地预测被租赁的设备在租赁期末的残值。就此企业而言，对其经营影响最大的会计政策是设备残值的计算方式。不同的计算方式将会极大地影响公司的账面利润和账面资产价值。如果残值被高估，折旧提取过少，企业将来就面临着巨大的资产冲销风险。

银行业成功的关键因素是利息的收取和信贷风险的管理水平；在零售业中，卓越的库存管理是成功的关键因素；制造业成功的关键则是产品质量、产品创新以及售后产品的缺陷情况。投资者首先要弄清与这些成功要素联系最为紧密的是哪些会计政策。比如，银行业最重要的成功因素是信用风险的控制，与信用风险联系最紧密的是贷款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的坏账准备；制造业最重要的成功因素是产品质量，在进行会计数据分析时要特别重视公司产品质量保证金的支出和储备情况。

第二步：评价不同企业在会计政策选择上的灵活性。新会计制度对企业采用何种会计政策赋予了很大的自由空间。在选择各自的主要会计政策时，不同的企业可以在制度允许的范围内做出不同的选择。比如，企业可以自由选择的折旧方法包括平均年限法、工作量法、年数总和法、双倍余额递减法；库存商品成本计价可采用先进先出法、加权平均法、移动平均法、个别计价法、后进先出法；坏账准备的提取方法和比例也可以由公司按照自己的业务特点自行确定。为了保证会计政策的连续性和可比性，法律规定一种会计政策一经确定不得随意更改，如需变更，应在会计报表附注中加以说明。需要明白的一点是，企业获得的会计政策自由度越大，从理论上说，该企业会计报表中的会计数据就越有可能准确地反映经营的实际情况。

不同的企业在选择会计政策的灵活度上是不同的，比如，银行业的坏账提取比例是一个行业内通用的固定比例，这样同样数量的坏账准备就潜在地减少了资产状况良好的银行利润而虚增了资产状况较差的银行收益。市场营销和树立品牌是消费品生产厂家成败的关键，但是会计准则要求企业要将所有的市场营销开支不加区别地计入费用账户。如果企业在与主要成功因素紧密相关的会计政策处理上没有灵活度，它所提供的会计报表就很可能不能反映真实的经营状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三步：评价企业的会计策略。利用会计政策的灵活性，企业的管理人员既可以如实地公布企业的经营状况，也可以隐瞒或歪曲企业经营上的事实真相。所以投资者在分析企业的财务报告时，必须注意以下几个问题：

公司的会计政策与行业标准是否一致？如果不一致，就要分析企业是否实行了独特的竞争策略。例如，一家企业报告的产品保修减免低于行业的平均水平，一种情况可能是公司的产品质量优于行业的平均水平，公司在减少产品质量问题上投入了大量的财力和物力；另一种情况是企业低估了其保修义务。

管理部门是否存在利用会计灵活性进行利润调节的强烈动机？例如，企业是否临近违反债券契约的边缘？当企业的净资产收益率刚好达到配股“及格”时，这样的盈利水平是否是管理人员出于“圈钱”动机有意操纵的结果？有时为了降低税款支付，或是为了影响企业竞争对手的看法，管理人员也会在会计政策的选择上做些“手脚”。

企业的某一项会计政策或概算是否出现了与以往不同的更改？如果是，理由是什么？影响何在？例如，如果一家企业的折旧费与过去相比出现了明显下降，并导致利润上升，那么投资者就要注意其中的原因：是因为企业固定资产质量提高，使用寿命延长，还是因为企业在折旧费的提取上打了“欠条”？

公司的政策和概算在过去实现了吗？例如，由于季报和中报不受外部审计的约束，有的企业就通过篡改报表数据来夸大当期的收入并隐瞒费用。但是由于企业的年度财务报告按规定必须经过注册会计师审计，其真实性较之中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



报和季报要好得多，通过与年报比较，投资者就可以对中报、季报的质量做出评判。

第四步：对企业的财务披露质量进行评价。管理人员对企业经营状况的披露质量可以很大程度上体现出企业的会计质量。在评价企业的披露质量时，投资者应当提出以下问题：

*公司是否充分披露了信息？*这方面，投资者可以对照中国证监会对企业招股说明书、上市公告书、年报、中报格式和内容的规定来对企业公布的相关的财务报告进行评判。如果企业对监管部门规定的披露内容没有披露，或说明不充分，或含糊其词，那么企业的财务披露质量就值得怀疑。

*附注对企业主要的会计政策和会计假设以及企业逻辑的解释是否充分？*比如，如果企业的准备金和费用确定政策不同于行业标准，企业就应在附注中做出解释。同样，当企业政策有重大变化时，附注就应提示其中的原因。

*企业是否充分解释了其当前的经营状况？*例如，在企业年度报告“经营情况回顾与展望”部分中，管理人员的阐述和分析可以帮助投资者了解企业经营情况和经营情况变化的原因。一些企业利用该部分将财务状况同经营条件联系起来。比如，如果一段时间的利润率下降了，那么是因为价格竞争，还是因为生产成本上升？如果销售和日常管理费用上升了，那么是因为企业正在根据追求差别策略进行投资，还是因为非生产性间接费用攀升的结果？遗憾的是，当前我国大多数上市公司年报中“经营情况回顾部分”往往都是例行公事、千篇一律，对投资者缺少应有的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分析参考价值。

如果会计规则和惯例制约了企业对其成功的关键因素充分披露，那么企业是否能够透露额外的信息，帮助外界人员了解企业是如何管理这些因素的？例如，如果企业在产品质量和顾客服务方面进行投资，会计规则不允许管理部门将这些开销资本化。企业的管理人员阐述和分析可以用来说明这些开销是如何管理的，它的经营结果如何。例如，企业披露产品返修率的下降和顾客满意率的上升，可以使投资者对企业的这部分投资效果进行评价，并能分析其对未来现金流量的影响。

管理部门对坏消息的透露是否及时？管理部门处理坏消息的方法可以清楚地反映企业的披露质量。披露的资料是否可以充分解释经营状况不佳的原因？公司的策略是否清晰明了，以便解决公司存在的经营问题？

第五步：对可能出现问题的会计科目进行重点检查，以审视企业有无报表操纵现象和操纵程度。会计制度对上市公司管理者在选择会计政策上赋予了较大的自由选择空间。企业经理利用这一自由空间既可以更好地向股东反映企业的经营状况，也可以利用它们掩盖经营问题，误导投资者。利润从构成上来说有主营业务收入减去销售成本、期间费用；其他业务收入减去其他业务支出；投资收益；营业外收支；以前年度损益调整。上市公司在以上各项收入与费用上都可以进行利润操纵，这主要表现在以下方面。

销售额增加，相关的应收账款也出现同步甚至更大幅度的增加。这一现象可能是公司为扩大当期收益，放宽对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



信用销售的控制所致，而销售政策的改变既可能是由于公司扩大份额、提高存货周转率等原因，也可能是公司为了完成上级的考核指标（对国有控股公司尤其要注意）、经理层红利获得等原因来粉饰财务报表。不论是上述哪种情况，都可能给公司的未来造成严重的不良后果，那就是公司会因客户违约而被迫大量冲销应收账款，销售收入的增幅也会明显下降。

现实中还发现，一些上市公司为增加报告期的主营业务收入和利润，在本年内（一般是年末）向外销售商品，同时私下协议于下一年以销售退回的方式收回。《股份有限公司会计制度》中对销售后退回的规定是，上期销售退回的处理直接冲减本期销售收入，如在资产负债表日后财务报告发送之前则进行报表调整。所以只要退货的时间在财务报告发送之后，公司就可以以这种假销售方式增加本年利润。虽然这会导致下一年销售收入的减少（冲减退回期的销售收入），但对于具有很强短期利益要求（如限期扭亏或10%的配股限制）的公司来说，显然是一个可行之策。

公司的净利润和由经营所产生的现金流量之间的数额对比变化情况出现异常。由公司经营活动所产生的现金流量是公司赖以生存和发展的基础。在会计政策没有发生变化的情况下，报表利润与经营所产生的现金流量之间应有一种相对固定的比例关系。经理人员通过改变费用分摊计提方式可以影响报表利润，但却无法影响经营所产生的现金流量。所以如果企业报表利润增加，而现金流量却没有同步跟上，那么就说明企业的利润可能仅仅是一种“纸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上”富贵。

中期报表与年度报表“大变脸”。企业的经营是一个持续的过程，一般而言，在一个会计年度中上市公司的获利能力不会有太大的变化。有些上市公司中报收益与年报收益相差三五倍甚至十余倍，经营业绩在一年中出现大幅波动，这种现象非常值得重视。有的企业的经营活动的确有季节的差别，比如，空调生产企业的销售旺季在夏季，相反彩电的销售额通常在下半年有所放大。但是我们要注意到中报和年报在审计要求上的差别，中期不进行分红和配股的企业，中报不要求必须经过审计，因而不排除上市公司与庄家联手操纵中报收益起到拉抬或打压股价的作用。

通过处置长期资产来扭转亏损或增加利润。当上市公司的经营业绩较差的时候，为粉饰报表，公司往往倾向于出售固定资产，比如土地、下属分公司、在其他公司的股权等长期资产来增加当期收益。这种情况在每年的 11 月和 12 月表现最为突出，变卖“家产”成了许多上市公司年终“脱贫”或“摘帽”的法宝。虽然这种收益是一种非持续的一次性收入，但对企业的当期利润和静态市盈率的影响很大，对投资者有一定的欺骗性。其主要方法有以下两种：

（1）债权变股权，即将企业的应收账款转为长期股权投资。大量应收账款的存在使公司的应收账款周转率偏低，表现为经营效率的低下；同时现行会计准则要求公司每年年末按应收账款余额的一定比例提取坏账准备，计入本期的期间费用（管理费用），应收账款数额越大，提取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的坏账准备越多，本期的费用也就越高。如果年末应收账款大量减少，公司不仅不用继续提取坏账准备，而且上一年多提的准备还可以冲减本期的管理费用。为了减少本期账面上的费用支出，上市公司可以采取债权重整方式将应收账款转化为对该企业的股权投资。这样，不仅可以使年末应收账款总额和所提取坏账准备的金额明显减少，计入本期期间费用（管理费用）降低；而且还使公司的应收账款周转率明显提高，表现为经营管理效率的提高。公司对于这部分投资可以用成本法记账（即使对该单位的投资占有表决权资本总额的20%以上，也可因不具有重大影响而采用成本法计价），这样就可以不在账面上分担被投资企业每年的亏损，虽然投资收益额与长期投资相比表现得效率很低，但总比作为坏账冲销有利得多（至少不作为费用冲减利润）。

（2）*变更长期股权投资的计价方法*。会计制度规定对于按权益法记账的长期股权投资每年期末按所占股份的比例分担被投资企业的净损益，如果上市公司持有长期效益不好（亏损）的长期投资，按规定每年都要分担被投资企业的净亏损，投资收益为负值。而此时这部分股份的售价已低于账面价值，若在市场上出售会直接恶化本期投资收益，此时公司可以以不再具有重大影响为由将这部分股权投资的计价方法由权益法改为成本法核算（会计制度允许），从而将这部分长期投资对于公司损益表的不利影响化解。

依靠关联交易“生产”利润。财政部在其颁布的《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》中，将关联

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



方关系定义为在企业财务和经营决策中，如果一方有能力直接或间接控制、共同控制另一方或对另一方施加重大影响，即被视为关联方（同是国家控制的国营企业不能一概而论）；如果两方或多方同受一方控制，也视为关联方。根据会计准则规定，关联交易应当遵循等价、公平的原则，按照公允价值进行计价。但由于历史和体制的原因，我国上市公司与其母公司、控股股东之间存在千丝万缕的联系，关联交易已经成为上市公司进行报表粉饰或利润转移的常用工具。据统计，截至 2001 年 4 月 21 日，沪深两市已公布 2000 年报的 1018 家上市公司中，发生了各种关联交易行为的有 949 家，所占比例高达 93.2%。其中，有 488 家上市公司向关联方销售商品或提供服务，涉及总金额达 1217.58 亿元。在资本经营活动中发生了关联交易的上市公司有 214 家。另有 844 家上市公司与关联方存在应收应付款的结算余额，上市公司关联应收款总额达 823 亿元，关联应付总额为 237 亿元。现在上市公司关联交易手段主要有：资产置换、股权转让、托管经营、内部转移定价、出售无形资产等，近两年更是发生了“赤裸裸”的“无偿赠予”。

（1）*向关联方出售长期股权投资。*会计准则并不要求公司对出售长期投资的行为按公允价值调整，因为股权投资的价值很难确定，所以按实际收到的金额减去该项投资账面价值的净额计入本期投资收益。公司常用此种方法将其持有的长期投资以较高的价格出售给其集团公司或不纳入合并报表的关联企业，增加其投资收益。例如，2000 年陕长岭以每股 1 元的价格购买母公司持有的圣方科技

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1000万股，随后即以每股8元的价格将这部分股份转让给了美鹰玻璃实业（浙江）公司，获得投资收益7000万元，为其当年利润做出了重要贡献。

（2）*低价租进关联方的资产*。从年报来看，采取这种方式的关联交易虽然不多，但是对上市公司业绩的影响很大，以新疆天业为例，该公司通过租赁经营大股东下属的北泉农场，新疆天业每年只需向塑化总厂交付800万元的租赁费，但1998年该农场全年实现的利润多达7900多万元，股份公司因而获得其他业务利润7100多万元。

（3）*借助关联交易调整"其他业务收入"，进而调控利润*。常见的是公司向关联交易人（主要是集团公司，因为被上市公司直接或间接控制的关联公司如子公司是要纳入合并报表的，内部之间的交易在编制合并报表时进行抵销，在合并报表中并不表现为销售收入）出售劳务活动来增加其他业务收入。与一般商品不同，有些劳务活动是独特的，很难找到市场公允价格。这样上市公司与关联方就可以通过不等价交换使巨额利润流入上市公司。这些劳务主要有出售已有的研究开发成果、提供加工服务、提供经营管理服务、直接向集团公司收取收入。

（4）*以费用分担方式转移期间费用*。这种方式是以其他单位愿意承担上市公司的某项费用的方式减少公司本年期间费用，从而使本年利润增加，如由集团公司承担保险费、运输费、广告费等（一般是承担影响主营业务利润的期间费用）。

（5）*向关联方出租资产与土地使用权来增加收益*。会计制度对出售资产的要求是必须以公允价格成交，而且需

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



要结转资产的成本。一般来说，通过公允价格处置长期资产不一定会得到净收益。由于会计制度对租金收入合理性的规定较少，所以上市公司往往通过向关联方出租长期资产的方式由外部转移收入，取得确定的大额收入。

（6）*向关联方借款融资，降低财务费用*。对于资产负债率较高的上市公司来说，每年要负担固定的借款利息成本（计入财务费用），为了降低财务费用从而提高主营业务利润，公司可以通过改向关联方借款来减少对银行的负债，因为向关联方借款的利息支出可以在双方之间灵活确定是否支出、何时支出及支出金额的大小。

利用会计政策、会计估计的选择与变更来伪装经营业绩。根据会计准则和制度的规定，由于公司所处的环境的变化，公司可以适当地变更其会计政策和会计估计。于是一些上市公司就利用这种灵活性来对其利润进行粉饰和调整，主要手段有：

（1）*通过选择各项准备金提取政策来调控利润*。1999年财政部下发了《股份有限公司会计制度有关会计处理问题补充规定》。要求公司（无论是境外上市公司、香港上市公司、境内发行外资股的公司，还是其他上市公司和非上市的股份有限公司）都应按照《股份有限公司会计制度》的规定提取坏账准备、短期投资跌价准备、存货跌价准备以及长期投资减值准备的要求，计提相关资产的损失准备。由于计提四项准备的比例属于会计估计的范畴，其主观成分较大，一些处于保配、临亏或重组等关键时刻的公司，就充分利用这一特点，或少提或不提或大比例计提以待以后冲回，使公司的报表业绩水平很大程度上处于人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为的控制之下。

（2）通过变更折旧政策调控利润。固定资产折旧根据用途的不同分别计入“产成品”和“管理费用”，其中计入管理费用部分的大小直接影响着期间费用以至主营业务利润。折旧额的大小是由使用年限、预计净残值和折旧方法三个要素决定的。会计制度要求公司应当根据固定资产的性质和消耗方式合理地预计固定资产的使用年限、预计净残值和恰当地选用折旧方法，折旧方法一经确定，不得随意变更，如需变更，应在会计报表附注中予以说明。公司可以通过变更对固定资产残值的估计、对固定资产使用年限的估计、变更折旧方法来调整本年的折旧费用额（由于折旧方法的变更受到的限制较多，所以公司只是到不得已的时候才进行折旧方法的变更）。

（3）通过变更销售商品成本的计价方法来调控利润。销售成本是根据存货（产成品）的发出来计量的，公司可以根据具体情况，采用先进先出法、加权平均法、移动平均法、后进先出法和个别计价法，方法一经确定，不得随意变更，如需变更，应在会计报表附注中予以说明。使用不同的计价方法直接影响本期销货成本的大小，进而影响着主营业务利润的大小。由于公司产品销售量很大，变更销售商品成本的计价方法对主营业务成本及利润的影响是非常明显的，因此变更销售成本计价方法也是上市公司调整本年利润常用的一个方法。

利用其他应收账款科目回避费用的提取。会计制度规定，公司对于应收账款，应于中期期末或年度终了按规定提取坏账准备。境外上市公司、香港上市公司以及在境内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



发行外资股的公司，坏账准备的提取方法、提取比例等由公司自行确定，国内上市的公司按统一规定以年末应收账款余额的0.3%～0.5%计提坏账准备，计入本期管理费用。公司通过与欠款单位协商（尤其是关联企业）年底收回应收账款，同时以对该单位短期融资的方式计入其他应收款，又将此笔金额转给对方（实际上只是账务的划转），这样，一方面使公司的应收账款减少（应收账款周转率指标明显好转），另一方面，应收账款的收回使得本期期末应提的坏账准备减少，列入期间费用的金额减少（如果应收账款数小于年初数，还可以冲减管理费用）。而对公司来说，这只是账务上的划转，并没有影响其资金运行，又降低了其列入损益表中的费用。

利用推迟费用确认入账的时间，降低本期费用。

（1）将应计入本期的费用挂在“待处理财产损益”科目。会计制度规定，公司在清查财产过程中查明的各种财产物资的盘盈、盘亏和毁损（待处理固定资产损益、待处理流动资产损益）应于办理年终决算前查明原因，并报经批准处理，未能在年终决算前处理完毕的，应在会计报表附注中予以说明。对“待处理财产净损失”的处理结果都是计入损益表抵减当期利润，所以公司为了保证当期利润指标的实现，往往尽可能地推迟确认该损失的时间。

（2）将费用挂在“待摊费用”科目。待摊费用虽然是一项费用，但在会计准则中表现为资产负债表中的一项资产，要在一定时间内逐步转为损益表中的费用。待摊费用的发生时间是公司可以控制的，待摊费用多是分摊期在1年以内的各项费用，如低值易耗品、预付保险费、固定资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



产修理费用以及一次购买印花税票和一次缴纳印花税税额较大需分摊的数额等。公司在年初、年中还是年末发生此项支出直接影响进入本期损益表费用的多少。还有一些支出的摊销期在1年以上（固定资产修理支出、租入固定资产的改良支出以及其他摊销期限在1年以上的费用），在“长期待摊费用”中核算。

除待摊费用外，公司还可将已发生的费用挂在“预提费用”的借方，反映公司实际支出的费用大于预提的费用，即未摊销的费用，主要有预提的租金、保险费、借款利息、固定资产修理费用。通过将实际发生的费用支出挂在资产类科目内而推迟计入损益表的费用或不全计入本期期间费用的办法，可以使上市公司公布的本年利润比实际情况要好些。

*利用其他非经常性损益增加利润总额。*非经常性损益多为一次性或偶发性损益，然而就是这一偶然事件，却成为有些上市公司扭亏为盈的法宝。有关资料显示，上市公司1999年净利润的近14%来自非经常性损益，有的公司甚至全部盈利均来自于此。非经常性损益可以大补“元气”，甚至可以帮助他们实现扭亏的梦想。主要手段有：

（1）*争取地方政府的补贴收入。*对于需要利润达标而又没能通过自我努力实现必要的利润的上市公司，必然会向当地政府争取补贴收入作为最后的挣扎。地方政府从本地经济与上市指标角度考虑也会大力相助，政府可以只出一个准予补贴的文件，不必立即实际支付补贴的金额，公司按规定计算应收的补贴，顺利地增加利润总额。

（2）*利用营业外收入增加利润总额。*营业外收入是与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公司生产经营无直接关系的各项收入，包括固定资产盘盈、处理固定资产净收益、资产再次评估增值、债务重组收益（财政部2001年2月发布的《企业会计准则——债务重组》规定债务企业通过债务重组所得收益只能确定为资本公积，不能再计入利润）、接受捐赠转入、罚款净收入。它是利润总额的一个组成部分，有的上市公司还通过接受关联企业的捐赠来增加营业外收入，实现当年的利润总额。以ST包装为例，泰港实业公司入主前后，向上市公司伸出了援助之手，第一步是成立酒店管理公司，托管泰港公司下属的酒店等企业；第二步是将泰港公司净资产1.89亿元的青神中岩风景区开发公司赠予ST包装，使得该公司2000年实现扭亏。

第六步：消除失真的会计数据。由于有些会计数据并没有真实地反映经济现实，投资者必须对这些被扭曲了的会计数据进行“恢复”，以最大限度地降低信息的失真程度，使修正后的会计数据尽可能贴近于上市公司的实际情况。帮助投资者减少或消除失真的会计数据的资料来源有：注册会计师的审计报告、财务报表附注、现金流量表。

认真阅读审计报告和报表附注。按照审计制度的规定，上市公司已经披露的重大信息，注册会计师应出具无保留意见。当注册会计师与上市公司在会计报表上存在不同意见时，通常会在审计报告的意见段或说明段中进行阐述，所以投资者要关注会计报表附注中有关注册会计师的审计报告所提供的重要信息。

上市公司正在使用的会计政策与会计估计、会计政策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



与会计估计的变更、关联交易、重要项目的详细资料（如存货的构成、应收账款的账龄、长期投资的对象、借款的期限与利率等）都在附注中揭示，为进行会计数据分析与判断上市公司是否有操纵利润的迹象提供了可操作与决策的信息，如本期是否变更了某项会计政策、该变更对利润的影响如何，哪些交易是与关联方进行的，对利润有何影响等。

根据附注中的说明，投资者能够评价会计政策的改变对报表数据的影响，并根据自己的经验和行业中其他企业的参照数据进行修正。

*根据现金流量表的有关数据对利润表和资产负债表进行修正。*现金流量表从收付实现制的角度对企业的经营业绩进行报告，它是对以权责发生制为基础编制的会计报表的一种验证。如果投资者对权责发生制的报表产生怀疑，现金流量表能提供一种基准点式的参照。利润表中的会计数据是现金流量表中会计数据变化的结果。利润表是以权责发生制为基础的，由此产生的递延、应付、摊销和分配等会计处理为管理人员提供了合法地扭曲会计数据的机会，报告现金流量不涉及估计或分配，也很少涉及确认问题，因为一切现金的收付在其发生时已经得到了确认。投资者可以通过现金流量表中的数据对相关的资产负债表中的数据进行修正。

*对关联交易产生的利润进行剔除。*运用关联交易剔除法可以较为真实地了解上市公司的实际盈利能力。所谓关联交易剔除法，是指将来自关联交易企业的营业收入和利润总额从公司利润表中予以剔除。通过这种方法，投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



就可以了解一个上市公司自身获取利润能力的强弱，判断该公司的盈利在多大程度上依赖于关联企业，从而判断其利润来源是否稳定、未来的成长性是否可靠等。

利用报表中的一些重要项目之间出现的异常情况对利润进行修正。虽然一些上市公司操纵利润常常比较隐蔽，但任何方法都有其表现形式，要让人不知，除非己莫为。只要投资者保持足够的细心，总能发现企业主管操纵利润的蛛丝马迹。通过这些迹象就可以对公司的报表利润进行调整。投资者可对以下方面多加留意：

（1）看应收账款与其他应收款的增减对比状况。如果是对同一单位的同一笔金额由应收账款调整到其他应收款，则表明存在操纵问题，应在利润总额中调减此笔应收账款按规定需计提的坏账准备金。

（2）看应收账款与长期投资是否此增彼减。如果对一个单位的应收账款减少而对其长期投资增加，且增减金额相近，则表明存在操纵问题，应在利润总额中调减此笔应收账款按规定需计提的坏账准备金。

（3）看待摊费用与待处理财产损失数额是否适度。如果待摊费用与待处理财产损失数额较大，说明存在拖延费用列入损益表的问题，需要从公布的利润总额中扣减这部分金额。

（4）看公司借款、其他应付款金额与财务费用数是否合乎正常比例。如果公司有对关联单位的大额其他应付款，同时财务费用较低（只是近似账面借款的利息，可以通过附注里的信息计算出借款的年利息支出），说明存在利用关联单位降低财务费用的问题，应将其他应付款按借

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



款利率计算出利息费用，调减利润总额。

投资者在利用财务报告时应对上市公司进行全面的分析，并对其公布的利润情况进行合理化调整，使调整后的信息具备真实性和可预测性，这样才能把握上市公司的长期获利能力，根据公司状况的变化，及时回避风险，真正把资金投向优质企业。并为后面的财务分析提供可靠的数据资料。

◎ 借助财务分析把企业看个透

财务分析的目的是从财务数据的角度评估上市公司在何种程度上执行了既定的经营战略，是否达到了既定的目标。财务分析数据的基本来源是企业的资产负债表、利润表和现金流量表。分析的基本工具是比率分析和现金流量分析。前者重点在于评价公司财务报表中各会计科目之间的相互关系；后者则使投资者能正确地估测公司资产的流动性，并了解经理如何管理企业的经营、投资和筹资活动所产生的现金流。

财务分析工作一般包括三大方面：设计财务分析的指标体系；明确财务比率标准；运用各项指标进行分析。

全方位、多角度的财务指标体系

为了对公司的财务质量进行全方位、多角度的检测，我们可以把财务指标分为以下五种类型：

流动性比率，用以衡量企业偿还到期的短期债务的能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



力；

杠杆比率，用以衡量企业债务融资的程度；

资产周转比率，用以衡量企业利用资源的效率状况；

盈利比率，用以衡量由销售和投资产生的收益所表示的管理部门的效率；

增长比率，用以衡量企业维持它在经济和行业增长中的经济地位的能力。

上述指标体系中，流动性比率和杠杆比率主要是对企业债务风险的衡量；资产周转比率、盈利比率和增长比率主要是对企业收益水平的测量。

有比较才能有鉴别

为运用财务比率，投资者需要一些比较的标准，以说明企业在所属行业中所处的位置，以及企业经营中存在的问题及发展趋势等。常用的参照比率标准有以下四类：

历史标准。历史标准是企业在过去的正常经营状况下已经达到的水平。将本期的财务比率与历史上达到的比率相比，可以分析和考察企业财务状况和经营成果的改进情况，并测算企业各比率指标的发展趋势。但这一标准主要适用于主营业务稳定发展的企业，对于那些通过资产重组而且在主营业务脱胎换骨的企业，这一标准就失去了意义。

预算标准。预算标准是企业在每年经营初期确定的、各项财务应达到的目标值。在对企业的财务进行分析时，将本期实际完成的财务比率与预算比率相比，可以评

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



判企业预算的执行情况。但由于预算是以对企业内外经济环境进行一系列假设为前提的，而实际条件常常会有意外情况出现，这样各项指标最终完成情况难免与预算标准发生脱节。所以该类型指标只能作为参考。

行业标准。行业标准是企业所属行业在同一时期的平均比率或先进水平。与行业的平均水平或先进水平比较可以检验公司经营的相对成绩。经营好的企业其业绩指标一般要高于行业的平均水平。如果某企业的比率与行业平均水平相比差距较大，投资者就应分析其中的原因。

固定标准。一般只用于收益的比较，用来检验公司经营的成果是否超过某一固定比率，比如净资产收益率是否超过同期银行存款利率等。

净资产收益率——财务分析的核心和主线

在对企业的财务会计数据进行必要的“纠偏”之后，接下来的工作就是对这些逼真的数据围绕企业的获利能力、经营能力、偿债能力和发展能力进行加工整理，得出我们所需要的指标数值。

投资者购买某公司的股票后能否获利，一方面取决于买入的价格水平，另一个重要因素就是公司的获利能力。所以对企业获利能力的评价是投资者在投资某一公司前一个必经的环节。按照巴菲特的观点，判断一家企业获利能力高低的最佳指标是净资产收益率。通过下面的分析，我们会发现，净资产收益率既是财务分析的出发点，也是始终贯穿财务分析的一个主线。以这一指标为起点，层层递

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



推，就能得到揭示企业经营状况的其他指标工具。

净资产收益率指标的含义及其分解。净资产收益率是企业净利润与股东权益的比率。用公式表示就是：

净资产收益率＝净利润/股东权益

这个公式告诉我们，股东每投入1元钱，经过企业经营之后，每年能够带来多少钱的收益。

把这一公式予以分解，我们还可以得出公司净资产收益率高低的决定和制约因素。

净资产收益率＝净利润/股东权益
＝(净利润/总资产)×(总资产/股东权益)

式中，净利润/总资产被称为总资产利润率，总资产/所有者权益被称为财务杠杆。

进一步细分，总资产收益率也可以分为两部分，公式为：

净利润/总资产＝(净利润/销售额)×(销售额/总资产)

式中，净利润/销售额是销售利润率；销售额/总资产是总资产周转率。

综上所述，我们可以把净资产收益率表述为三个比率的乘积。公式为：

净资产收益率＝销售利润率×总资产周转率×财务杠杆

我们看到，企业获利能力的高低受制于三个基本因素：销售利润率、总资产周转率和财务杠杆。企业较高的获利水平或是来自于高的销售利润率，或是来自于高的总资产周转率，或是较高的财务杠杆，当然也许是三者兼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有。

销售利润率。销售利润率又叫主营业务利润率，该项指标的高低反映了企业经营活动的盈利能力和经理人员经营管理的效率。反映企业销售利润率高低的指标主要有：

销售毛利润率＝(销售收入－销售成本)/销售收入

销售净利润率＝净利润/销售收入

毛利润率的高低主要受两个因素的制约：一是企业的产品或服务在市场上应得的价格溢价；二是企业采购和生产过程中的效率。企业产品或服务应得的溢价受竞争程度和产品独特程度的影响。按照巴菲特的观点，拥有特许经营权的企业，由于其产品的市场需要量大，市场替代程度低，这样的企业常常可以通过提高产品售价而获得较高的利润。企业的采购成本与这家企业在行业中的地位密切相关，企业的行业地位重要，它在材料供应商的眼里也会举足轻重，在与供应商的市场谈判中就会占据主动，并能以较低的优惠价格购进所需要的材料。当企业的采购成本比竞争对手低而生产过程中的运营效率又高于竞争对手时，企业的销售成本就能保持较低的水平。

较高的毛利润率并不意味企业的净利润率水平也一定较高。与同行业的其他企业相比，如果一家企业的毛利润率较高，而其净利润率却让人大失所望，那么很可能是由于：(1) 企业的“三费”支出过高。营业费用和管理费用高可能是由于企业实施差别竞争战略的结果。以质量和快速引进新产品为基础参与竞争的企业，在研究和开发方面一般要比依靠成本参与竞争的企业花费的成本多，对这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的企业，投资者要看企业追求差别的成本是否与市场上获得的价格溢价程度相称。如果企业的营业费用和管理费用不能从企业追求差别竞争战略上得到合理的解释，那么在我国目前企业内部治理结构不键全的情况下，过高的费用支出很可能是企业高层过度“挥霍”的结果。(2) 企业的投资收益出现巨额亏损。如上海金陵在 2001 年持有银广夏 700 余万股，因银广夏股价的狂跌损失一个多亿，使其上半年苦心赚得的利润损失殆尽。(3) 营业外收支负值过大。2001 年许多企业纷纷委托券商理财，金额少则千万，多则数亿，下半年股市行情不景气使许多企业的资金高位套牢，营业外收支上的巨额赤字将会使这些企业的净利润额大打折扣。

总资产周转率。总资产周转率是公司资本收益率的第二个动因。既然企业进行了大量的资产投资，如何有效地加以利用就成了企业整体获利能力的关键。通过对企业资产周转率的分析可以让投资者正确评估上市公司投资管理的效率。

对企业资产的管理主要包括两个领域：一是营运资金的管理；二是长期资产的管理。

营运资金是公司的流动资产与流动负债的差额，对营运资金进行分析时着重点是应收账款、应付账款和存货。应收账款的数量取决于企业的销售政策；产品工艺过程和生产特点决定了企业最佳的存货水平；应付账款是企业营运资金的一项来源，其高低一般取决于行业内传统的付款方式（现金有折扣）和企业在进货中的谈判地位。

衡量企业营运资金管理效率的指标除了前面提到的总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资产周转率外，通常还要用到以下几个：

流动资产周转率＝销售额/流动资产

营运资金周转率＝销售额/(流动资产－流动负债)

应收账款周转率＝销售额/应收账款

存货周转率＝销售成本/存货

应付账款周转率＝销售成本/应付账款

流动资产周转率和营运资金周转率用以说明公司每投入1元钱作为流动资产或营运资金产生的销售回报。类似的，应收账款、存货和应付账款周转率表明公司将钱投入到营运资金的这三个组成部分后，各自产生的效果。

企业的长期资产中能对销售直接做出贡献的土地、厂房和机器设备，构成了固定资产的主要组成部分。在土地、厂房和机器设备等固定资产方面每投入1元钱所产生的销售额由下面的比率来测定：

固定资产周转率＝销售额/固定资产

上述指标综合反映了企业经营的存货管理水平和对客户授信的管理水平等资产管理的重要指标，投资者通过对这些比率的分析就可以对企业在资产管理方面的效率有较清晰的认识。

财务杠杆比率。财务杠杆使企业能够控制大于自己权益资本的资源。对于上市公司来说，财务杠杆是一把双刃剑。如果投资回报率高于负债成本，财务杠杆的增加就会提高企业的净资产收益率；相反，如果企业不能按时还本付息就可能面临财务危机的威胁。

投资者在评价企业的借债政策时，要注意以下几个问题：公司是否负债过度？公司的借款成本是否过重，是否

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



冒着可能的财务危机和经营灵活性下降的风险？举债资金是投资于流动资金，还是用于固定资产支出？这些资金是否有利可图？

对企业财务杠杆是否合理的评价可以从短期偿债能力和长期偿债能力两个方面进行。

短期偿债能力分析。短期偿债能力比率反映的是企业偿还一年内到期的债务的能力。常用的分析指标包括流动比率、速动比率（又称酸性实验比率）、现金比率和经营活动现金流量比率。四者的计算公式如下：

流动比率＝流动资产/流动负债

速动比率＝(流动资产－存货)/流动负债

＝(现金＋短期投资＋应收账款)/流动负债

现金比率＝(现金＋短期投资)/流动负债

经营活动现金流量比率＝由经营活动所产生的现金流量/流动负债

这里的流动资产通常包括现金、有价证券、应收账款和存货；流动负债包括应付账款、短期应付票据、当前到期的长期债务、应付所得税和其他应付费用（主要是工资）。

流动比率反映了企业的短期债务在多大程度上可以由相应时期内预计可转化为现金的资产来补偿。从理论上讲，流动比率大于1，表示企业能够用其流动资产偿还其流动负债。但是，由于存货的流动性在各项流动资产中最低，而且在清算时，这部分资产最可能发生亏损。所以用流动资产减去存货后的净值与流动负债之比计算的速动比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



率，在衡量企业短期偿债能力上就显得更为可靠。但是速动比率也有个假设，那就是企业的应收账款可以不停地流动，全部应收账款都可以按期收回。但这种假设是以顾客都存在良好的信用为前提的。现实生活中，顾客违约是难以避免的，所以只考虑现金和有价证券的现金比率能够较好地反映企业紧急情况下偿还其流动负债的能力。

企业经营活动所产生的现金流量是企业获得利润的源泉，但上市公司中，处于高速成长期的企业，其经营活动中难以产生大量的现金流量，所以经营活动现金流量比率用来衡量处于成熟期的企业较为妥当。

长期偿债能力分析。公司的融资政策在很大程度上决定了其财务杠杆率的高低。公司在上新项目时，所需资金可以通过发行股票也可以通过债务融资的方式来解决。债务融资对企业的好处是显而易见的，如债务融资支付的利息可以计入财务费用冲减税前收入，直接起到避税作用；借债所固有的还本付息压力可以促使经营者更为谨慎有效地使用借款资金。但是过度举债会对股东利益带来损害。如果一个公司由经营活动所产生的现金流量变动较大，资本性支出又难以预测，它最好侧重于依靠股票融资的方式，否则，就有可能面临债务到期无力偿付的危机。不仅如此，有时企业在借债时还要被迫接受债权人提出的附加条款，这些附加条件有时会严重束缚经理人员的行动自由，并可能降低公司的盈利能力。衡量企业的长期负债是否适度，常用的指标有：

负债－权益比率＝总负债/股东权益

付息能力比率＝(净收入＋利息支出＋税金支出)/利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



息支出(以收入为基础)

付息能力比率=(经营性现金流量+利息支出+税金支出)/利息支出(以现金为基础)

负债—权益比率就是人们常说的财务杠杆率，它是与净资产收益率相关的三大比率之一。它说明股东每投入1元钱能够控制多少元的债务融资。付息能力比率说明企业自身能产出多少收益用来支付每1元钱的利息支出。

可持续增长比率。如果说净资产收益率是财务分析的核心和主线，那么可持续增长比率则是投资者进行财务分析的落脚点和归宿。投资者经常使用可持续增长比率这个概念作为全面评估企业比率的方法。企业的可持续增长比率的定义是：

可持续增长比率=净资产收益率×(1+红利付出比率)

其中，红利付出比率=支付红利现金/净利润

红利付出比率用来衡量企业的红利支付政策。公司的利润在满足经营活动和投资活动的需要以后，将剩余的现金作为红利支付给股东是对股东的一种投资报酬。在股票市场上，相当一些投资者是以获取股息为投资目的的，所以支付股利也是企业吸引这类投资者的一种方法。

可持续增长比率是指企业保持现有的盈利能力和融资政策不变的前提下公司的成长比率，它可以作为公司成长性的一个基准比率。以上介绍的任何一种比率的变化都有可能导致可持续增长率发生变化，下面图示表明了公司的可持续增长比率与前面所分析的所有比率之间的密切联系。投资者可以通过分析可持续增长率变化的原因进一步

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



找到造成这种变化的根源。

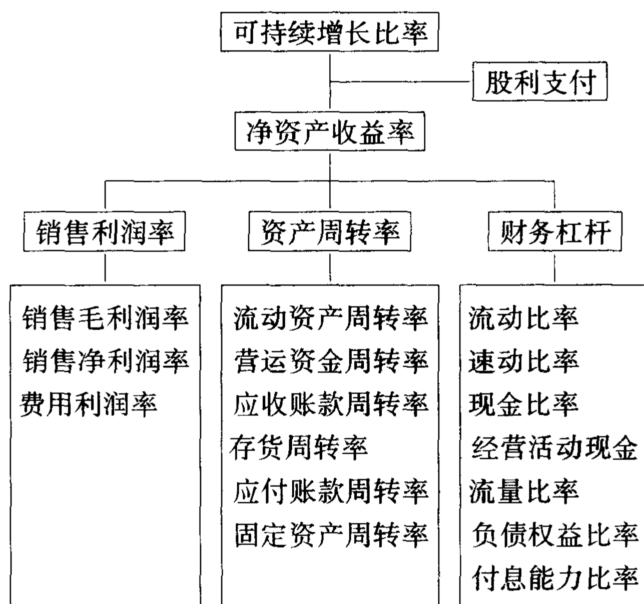


图6-1

现金流量分析——企业业绩的试金石

上面的三大比率分析的数据主要来自于利润表和资产负债表。财政部1998年颁布的《企业会计准则——现金流量表》规定，从1999年中报开始，上市公司要编制现金流量表以替代以往的建立在营运资金基础上的财务状况变动表。通过对现金流量的分析，可以进一步剖析公司的经营、投资和筹资活动的效果。

现金流量表的基本框架。现金流量表是以现金及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



现金等价物为基础编制的反映公司在一定会计期间现金收入和支出情况及其变动原因的财务报表。编制现金流量表的目的，是为会计报表使用者提供企业一定会计期间内现金和现金等价物流入和流出的信息，以便于报表使用者了解和评价企业获取现金和现金等价物的能力，并据以预测企业未来的现金流量。

这里的现金是指企业库存现金以及可以随时用于支付的存款。现金等价物是指企业持有的期限短、流动性强、易于转换为已知金额现金、价值变动风险很小的投资（以下在提及“现金”时，除非同时提及现金等价物，均包括现金和现金等价物）。现金流量指企业现金和现金等价物的流入和流出。

现金流量表主要包括三大内容：经营活动产生的现金流量、投资活动产生的现金流量和筹资活动产生的现金流量。这里，经营活动是指企业投资活动和筹资活动以外的所有交易的事项。投资活动是指企业长期资产的构建和不包括在现金等价物范围内的投资及其处置活动。筹资活动是指导致企业资本及债务规模和构成发生变化的活动。通过对现金流量的合理分类，可以全面反映企业的现金潜力，以评价企业发展前景。

现金流量表的分析。投资者在分析现金流量表时，一方面可以借助现金流量表本身，分析公司现金流入结构、现金流出结构和现金收支是否平衡，判断公司的现金流量是否正常和健康。另一方面可以通过计算有关的财务比率，将现金流量表与其他财务报表提供的资料结合起来分析，以评价公司的整体素质。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



现金流量的结构性分析。现金流量的结构分析是在现金流量表有关数据的基础上，对现金收入、支出的构成比率状况的分析，据以对公司财务的稳定性和财务状况的合理与否做出判断。一般来讲，经营活动是一个公司的主要经济活动，是公司实现经营目标、取得经营利润的基本途径，而公司所发生的投资活动和筹资活动都是为了保证公司生产经营活动的顺利进行而开展的辅助性活动。公司往往通过投资活动为暂时闲置的现金寻找获利的机会，通过筹资活动解决生产经营所需资金的不足。因此，如果一个公司经营活动提供的现金流量的比重越大，公司未来的财务状况也就越稳定；反之，如果一个公司的现金流量主要来源于投资活动和筹资活动，则公司未来的财务状况可能就不稳定。

利润水平的真实性分析。通常情况下，投资者在阅读财务报表时都比较关注企业的获利情况，并且往往以获利的多少作为衡量企业经营业绩和对外支付能力的标准。但是，过于强调利润水平有时会使我们对企业经营业绩和支付能力的评判陷入误区。由于会计在确定收入和利润时遵循的是权责发生制，企业销售商品和劳务后，只要取得收款的证据，相应的收入就被确立，因此有些收入，增加利润却不增加现金流入。例如，一家公司本期的营业收入有8亿多元，而本期新增应收账款却有7亿多元，因此大量的收入和利润还仅仅表现为一种“纸上富贵”。有的上市公司对应收账款管理存在薄弱环节，未及时做好应收货款及劳务款项的催收与结算工作。也有的上市公司依靠关联方交易支撑其经营业绩，而关联方资金又迟迟不到位，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



些都会导致利润表上有利润，而现金流量表上无现金这种效益虚增情况的发生，并可能出现债务偿付危机。

利用现金流量表衡量企业利润水平的真实与否可以通过下列指标来进行：

$$每元净利润的现金含量(元)=\frac{经营性现金净流量}{净利润}$$

该指标常被用来衡量公司净利润的收现水平。该指标大于（或小于）1，意味着公司每 1 元的净利润有大于（或小于）1 元钱的经营性现金流入相对应。

每股经营现金净流量。每股经营现金净流量表示每股股份能形成的经营活动现金净流入，反映公司在维持期初现金存量下发放现金股利的能力。其公式为：

$$每股经营现金净流量(元)=\frac{经营性现金净流量}{股本}$$

公司发展潜力分析。一个发展势头良好的企业,往往主营业务收入都有着较强的变现能力,即其经营活动产生的现金流入量一般要占主营业务收入较大的比重,并且在扣除各种经营性现金支出后的净现金盈余与净利润大体相当,或是占净利润比重较大。投资活动往往能反映出公司为拓展经营所做的努力,一个处于成长中的上市公司,其筹资活动产生的现金净流量多为正值,同时其投资活动中购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金数额可观,或是权益性投资所支付的现金较多。只要投资决策正确,就可以为以后盈利的增长和更多的现金流入打下良好的物质基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



◎ 如何给企业的股票估值

“安全边际”是巴菲特投资股票时坚持的一个基本原则，那就是只有当股票的市场价格跌落到他事先估计的企业价值的安全边际之内时，他才会觉得便宜而采取投资行动。美国投资分析专家阿诺德·伯恩哈德曾经说过：“一个人除非知道什么是便宜，什么是昂贵，否则他是不可能便宜买进，昂贵卖出的，贵和贱是相对的概念，它们必须与某种标准联系起来。”理解“安全边际”的含义非常简单，但如何给企业估值却并非易事。

公司股票内在价值的含义

在认识如何给股票估值之前，投资者必须首先搞清楚什么是企业的内在价值。

按照巴菲特的观点，企业的内在价值是企业未来期间一系列现金流量的贴现值之和。为了帮助投资者对这个定义有一个清晰的理解，我们先从与人们日常生活联系密切的储蓄谈起。

如果一个储户于 2001 年 1 月 1 日把 1000 元货币以 10%的年利率存入银行，期限 5 年，假定银行每年付息一次，该储户每次得到利息后又将其加入到本金继续生息，那么 5 年后这个储户可得到的本利和应为 1610.50 元。这个本利和是 5 年期间每年的利息与期初的本金之和。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 6-3 本利和的计算过程 单位:元

时期(年)	各年本金 ×	(1+r) =	本利和
1	1000.00	1.10	1100.00
2	1100.00	1.10	1210.00
3	1210.00	1.10	1331.00
4	1331.00	1.10	1464.10
5	1464.00	1.10	1610.50

如果我们借用企业经营中的“投入”、“产出”这两个术语，1610.50 元的本利和就是储户把 1000 元按 10%的收益率进行 5 年投资所得到的最终产出。而 1000 元当然就是在收益率为 10%的情况下，投资者为得到 1610.50 元的产出所进行的必要的投入，或者说 1000 元是在复利收益率为 10%的情况下，储户为了得到将来的 1610.50 元必须付出的合理价格。

在金融教科书里，上面的 1610.50 元被称为终值，它是指今天的一笔投资在未来某个时点上的价值，终值一般采用复利法计算。储户最初投资的 1000 元本金叫做现值，它是对终值按照 10%的利率进行贴现的结果。现值和终值在计算方法上是互逆的。如果说终值是现值与按照一定的利率计算的货币的时间价值之和，那么，现值自然就是对终值按照一定的“贴现因子”——利率折现的结果。

如果我们用 S 表示从现在开始 t 个时期的终值（本利和），PV 为现值（最初的本金），r 为利率（在计算现值时叫贴现率），t 为时期数，则终值和现值的计算公式就可以分别表示为:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



$$S = P(1+r)^t \cdots\cdots(1)$$

$$PV = \frac{S}{(1+r)^t} \cdots\cdots(2)$$

计算现值的过程叫贴现，所以现值也常被称为贴现值，代数$\frac{1}{(1+r)^t}$被称为现值利息因素。

这里再举一个有关现值的例子，假如一位投资经理约定 6 年后要向投资人支付 100 万元，同时，该经理有把握每年实现 12% 的投资收益率，那么他现在应向投资人要求的初始投资额应为多少？

这个问题实际上是一个利用终值和贴现率求现值的问题。

这里，$r=12\%$，$t=6$　$S=1000000$

$$PV = \frac{1000000}{(1+12\%)^6} = 506600(\text{元})$$

只有投资人现在出资 506600 元，由投资经理以每年 12% 的收益率经营 6 年后，投资人才有可能获得 100 万元的价值回报。

从现值的计算公式不难看出，当贴现率提高，收取未来货币的机会成本提高，现值就会下降；同样，收到货币（终值）的未来时间越长，它今天的价值就越小。10 年后的 1 元钱，在贴现率为 15% 时，它的现值将不足 0.25 元。

现值的含义及其计算原理向人们提示了公司股票内在价值的基本内含和人们对它估价应采取的基本方法。那就是股票的内在价值是公司每股未来各年现金流量的贴现值之和。求股票内在价值的过程实际上就是对公司每股未来的现金流量进行贴现求和的过程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票内在价值的估算模型

遵循理论研究从简单到复杂的逻辑顺序，在为股票价值模型的设计上，我们首先设定一系列的假设条件，从股票价值估计模型中抽象出最简单的形式，而后逐步过度，最后使股票的估计模型达到大体由公司的实际现金流量变化所决定的模拟状态。

零增长条件下的股票估价模型。假设企业的每股现金流量在以后各年均保持不变，而且投资者一旦买入股票后就不再卖出，根据前面的现值计算方法，股票的估价模型就可以表述为：

$$V=\frac{D_1}{(1+r)}+\frac{D_2}{(1+r)^2}+\frac{D_3}{(1+r)^3}+\cdots\cdots(1)$$

$$=\sum_{t=1}^{\infty}\frac{D_t}{(1+r)^t}\cdots\cdots(2)$$

在零增长的假设下，如果已知去年某公司每股现金流量是 D_0，那么今年以及未来所有年份的每股现金流量也都等于 D_0，即

$$D_0=D_1=D_2=\cdots\cdots$$

这样，股票的估价模型就可以改写为：

$$V=\sum_{t=1}^{\infty}\frac{D_0}{(1+r)^t}=\frac{D_0}{r}\cdots\cdots(3)$$

假设某公司在未来的无限期内，每股现金流量总是 1 元，公司的必要收益率为 10%，由上述条件可知，该公司股票的每股内在价值就等于 10 元。

如果该公司股票的市场交易价格是 8 元，则可以认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公司股票价格被低估,低估值为 2 元,根据安全边际原则,投资者就可以买入该股票。

零增长模型在现实中的应用范围非常有限,原因是每股现金流量在未来不可能是个固定值。这个模型主要适用于优先股的估价,因为优先股的股息支付是事前约定的,一般不受公司现金流量变化的影响。

不变增长条件下的股票估价模型。如果企业的每股现金流量按一个不变的增长率 g 增长,我们将得到不变增长的股票估价模型,在不变增长假设状态下,各期的每股现金流量的一般形式为:

$$D_t = D_{t-1}(1+g) = D_0(1+g)^t$$

将$D_t = D_0(1+g)^t$ 代入公式（2）可得

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+r)^t} \cdots\cdots(4)$$

因为 D_0 为常量，假定 $r>g$ 时对公式（4）求极限，可得

$$V = D_0 \frac{1+g}{r-g} = \frac{D_1}{r-g} \cdots\cdots(5)$$

不变增长模式的一项必要条件是 $r>g$，否则公式（5）的结果就毫无意义。如果 r 与g 相等，该公司计算的价值为无穷大；如果 r 小于g，结果价格为负值，无穷大的价值和负值都不存在，因此为保持平衡 r 必须大于g。

多元增长条件下的股票估价模型。公司在其整个生命周期内，其发展速度是不一样的，在成长阶段，企业的发展速度可能会非常惊人，而在其他各个阶段，其发展速度较之成长时期往往要慢得多。这里我们把企业的发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



展分成前后两个不同时期：高速发展时期和不变增长时期。不同的发展阶段显然需要采取不同的估价方法。

第一部分包括直到时间 T 的所有预期现金流量的现值之和

$$V_{T-} = \sum_{t=1}^{T} \frac{D_t}{(1+r)^t} \cdots\cdots(6)$$

第二部分是 T 时期以后所有每股现金流量的现值，因为设定这部分现金流量变动遵循不变增长原则，用 D_T 代替 D_0 代入公式（5），得

$$V_T = \frac{D_{T+1}}{(r-g)} \cdots\cdots(7)$$

需要注意的是，V_T 得到的现值仅是 $t=T$ 时点上的现值，要得到 $t=0$ 时间的现值（表示为 V_{T+}），还需要对 V_T 进一步贴现。

$$V_{T+} = \frac{V_T}{(1+r)^T} = \frac{D_{T+1}}{(r-g)(1+r)^t} \cdots\cdots(8)$$

将两部分现金流量现值加总，可以获得多元增长条件下的估值公式，即

$$V = V_{T-} + V_{T+}$$
$$= \sum_{t=1}^{T} \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{D_{T+1}}{(r-g)(1+r)^T} \cdots\cdots(9)$$

公式（9）比较符合现实中企业实际增长情况。而且，根据现值的加速衰减规律，当 $r>15\%$ 且 T>10 时，V_{T+} 在 V 中所占的比重一般不会超过1/4。所以，当我们对8年至10年的每股现金流量值进行贴现求和之后，再对 T 年之后的现金流量做出不变增长的假设，不会对 V 造成太大的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



假定某公司上一年的每股现金流量为 0.45 元，预期从今年起连续 4 年的每股现金流量分别为 0.54 元、0.70 元、0.88 元、1.00 元，从第 5 年之后（为简化起见，T 只取到 4）每股现金流量每年以 8% 的速度增长，给定该公司的必要收益率为 11%。该公司的内在价值应由今后 4 年的每股现金流量的贴现值之和与从第 5 年起以后各年的现金流量贴现之和两部分组成。计算过程如下：

$$V_{T-} = \frac{0.45}{1+0.11} + \frac{0.70}{(1+0.11)^2} + \frac{0.88}{(1+0.11)^3} + \frac{1.00}{(1+0.11)^4} = 2.27$$

$$V_{T+} = \frac{1.00(1+0.08)}{(0.11-0.08)(1+0.11)^4} = 23.68$$

$$V = V_T + V_{T+} = 2.27 + 23.68 = 25.95$$

有限持股状态下的股票估价模型。以上各模型都有一个重要的假设前提，即投资者买入股票后不再卖出，或者说持股期限是无限的。但在现实中，很少有投资者能够做到这一点。巴菲特热衷于长期持股，但也不是握着股票永远不卖。释放无限持股这个假设前提，投资者可选择在任意 T 时点以 PT 的价格卖出，这时又该如何对股票的内在价值进行估价呢？

在有限持股状态下，投资者预计获得的现金流量包括两部分：一是预计持股期内每年的现金流量 D_T；二是投资者在第 T 年卖出股票时的预期价值 P_n。这个价值包括了最初投资的金额加上资本收入（或减去资本损失）。

V＝持股期内各年的现金流量贴现值之和＋预计投资者在第 T 年卖出股票时价格的现值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



$$V = \sum_{t=1}^{T} \frac{D_T}{(1+r)^t} + \frac{D_{T+1}}{r-g} \times \frac{1}{(1+r)^T} \cdots\cdots(10)$$

其中：$\frac{D_{r+1}}{r-g}$为第 T 年的股价。

下面举例说明如何利用公式（10）来对股票价值进行估价。

假定某公司目前的每股现金流量为 2 元（$D_0=2$ 元），且预计 27.5%的年增长率将持续 10 年，此后每年增长降为 8%，如果股东对这类风险投资所需要的收益率是 16%，该公司股价应为多少？

第一步：计算高增长时期各年每股现金流量的现值

(1)	(2)	(3)	(4)
年份	现金流量 $2\times(1.275)^t$	现值系数 $1/(1.16)^t$	现值 (2)×(3)
1	2.55	0.8621	1.20
2	3.25	0.7432	2.42
3	4.15	0.6407	2.66
4	5.29	0.5523	2.92
5	6.74	0.4761	3.21
6	8.59	0.4104	3.53
7	10.96	0.3538	3.88
8	13.97	0.3050	4.26
9	17.81	0.2630	4.68
10	22.71	0.2267	5.15
合计（10 年现金流量的现值）			34.91

第二步：第 10 年股价现值

1）第 10 年的股价：

$$P_{10} = \frac{22.71 \times 1.08}{0.08} = 306.59$$

2）将第 10 年的股价折为现值（PV）：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



$$PV = P_{10}\left(\frac{1}{1+r}\right)^{10} = 306.59 \times 0.2267 = 69.5$$

第三步：相加得到当前的股票内在价值（P_0）：

$$P_0 = 34.91 + 69.50 = 104.41 \text{ 元}$$

由上面的计算可知，股票的内在价值为 104.41 元，为前 10 年每股现金流量的折现值与第 10 年末股价现值之和。

股价估计模型中的三个变量参数设计。股价估计模型能否正确地反映企业价值的真实水平，主要取决于三个因素：未来现金流量的预测质量、贴现率的选择、“终年”即预测时间跨越的长度。

*每股现金流增长率（g）的估计。*确定每股现金流量增长率一方面要考虑企业过去的每股现金流量的绝对数额和增长水平，另一个需要考虑的因素就是企业未来投资的增长情况。

对于一个有着稳定经营历史的企业，其过去的运营状况所表现出来的发展趋势为我们预测其未来的经营业绩水平提供了良好的参照。比如，某企业过去 3 年的净利润年均增长率为 20%，而且年度之间没有大的波动，那么我们就可以据此预测该企业未来若干年净利润的年均增长率也能维持在 20% 左右的水平。在净利润增长的同时，只要企业的销售政策和行业状况不发生大的变化，那么我们就有理由推测企业每股现金流量的增长率也大体为 20%。

企业净投资（投资额减去折旧）增长水平是我们在预测企业的现金流量时要考虑的重要因素。如果说企业过去的经营状况为我们推测其未来提供了重要的历史性依据，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



那么其投资的增长情况则为我们更真切地展示了企业现金流量的未来增长前景。没有投资的增长，企业的盈利将会保持不变，除非是企业更有效地利用了其拥有的资源。净投资为正值的情况，通常发生在企业将盈利的一部分用于投资或在新的筹资基础上对企业进行了外延或内含型的规模扩张。当企业的净投资为正值时，不同年份的企业盈利变化可用下式表示：

下年盈利 = 当年盈利 + 当年净投资额 × 投资收益率

对上式两边同时除以当年盈利，得：

下年盈利/当年盈利 = 1 + (当年净投资额/当年盈利) × 投资收益率。

其中，下年盈利/当年盈利 = 1 + 盈利增长率

当年净投资额/当年盈利 = 投资收益比例

这样，我们就可以得到：

盈利增长率 = 投资收益比例 × 投资收益率

盈利增长率求出后，我们就可以根据公司历年盈利增长与现金流量增长的对比情况，估计出企业现金流量的增长比率。

贴现率 r 的确定。巴菲特在对股票价值进行评估时，采用的贴现率是美国 30 年期的国债收益率。对此我们也可以借鉴。

另外一种方法是采用公式法，即：

$r = (D/P_0) + g$

式中，D 是预计的下年的每股现金流量，P_0 为当前每股价格，g 为每股现金流量增长率。

例如某公司的资本收益比率为 50%，历史统计的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



料表明的资本收益率为 15%，下年预期的每股现金流量为 1 元（假设该公司的每股现金流量增长率等于盈利增长率），当前股价是每股 10 元，则该股的投资必要收益率即贴现率为：

$$r=(D/P_0)+g=(1/10)+0.5\times0.15=0.175$$

*预测时间跨度的确定。*预测时间跨度是指对企业的现金流量进行预测时所涉及的时间长度。原则上讲，我们要预测的时间是三年、五年还是十年或是更多年份，取决于我们对企业未来发展远景展望的实际能力。也就是说，预测的时间长度应限制在我们“目力”所及的范围之内。

鉴于我国大多数上市公司脱胎于旧体制，企业的运行机制还不够健全，面对日趋激烈的市场竞争，许多企业的未来发展还面临较大的不确定性。所以，对我国企业未来现金流量的预测，投资者在对时间长度的把握上应坚持宜短不宜长的原则。预测年度可限制在 5 年之内，最长不要超过 10 年。选择的时间过长，就可能加大评估的误差而使预测失去对投资实践的指导意义。

◎ 用批判的眼光分析你的股票

股票投资在形式上仅仅表现为一种简单的买卖行为，但在简单的表象背后，却包含着艰苦、细致、复杂的分析过程。为了确保投资取得预期的收益，投资者在买入一家公司的股票的前后，要对自己所要买入的股票和投资行为以一种挑剔的眼光进行认真分析和审视。

企业的财务状况是否简明易懂？ 对照中国证监

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



会关于企业财务信息披露的规定，企业的财务数据是否清楚明白地传递了我们所需要的各种信息？这方面投资者要重点注意企业在财务信息上的一些盲点和漏洞，因为报表上的这些瑕疵很可能掩盖了企业经营上的重大问题和重要的财务隐患。如果报表上疑点多又难以得到合理的解释；如果我们想知道的事情，报表没有提供，或者对企业的会计数据资料我们根本就看不懂，那么对这样的企业，我们最好不要投资。

管理者是否坦诚？企业的信息披露是否真实、完整、及时、准确地反映了企业的经营和投资进展情况，特别是企业在陈述经营业绩的同时，对经营中遇到的困难和问题是否也能对投资者坦诚相见？会计准则中常常规定最低的信息披露要求，但不限制企业管理人员主动披露额外的信息。在不妨碍企业竞争优势的前提下，管理者能向投资者进行主动性的信息披露，想投资者所想，这样的企业一般较值得投资者信赖。

企业盈利能力如何？从行业状况、企业的公司战略、竞争障碍、产品和技术创新等方面看，企业是否有持续性的盈利能力？经济体系有多种行业，在特定时期，每一个行业所处的生命周期各不相同，一些行业进入“暮年”，发展空间已极为有限，而有的行业正值“青年”或“壮年”，运行状态朝气蓬勃。巴菲特认为，行业性质比经理素质还要重要，他说：“我们在选购公司的时候，应该选那些即使是傻瓜也能够管理的公司。”在行业背景确定的情况下，投资者接下来审视的应该是：公司的行业地位、发展战略、创新能力和主要的竞争对手和竞争障碍，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以此来判断企业持续盈利的能力。

企业对募集资金运用是否履行了当初的承诺？ 企业能否按照招股说明书的承诺运用资金，不仅能体现出企业管理者的决策水平和决策能力，同时能体现出管理层对股东的诚信程度。对那些以圈钱为目的，对募集资金的使用方向频频更改的企业，投资者最好持回避态度。

企业的资产质量和财务状况是否存在明显隐患？ 这方面投资者要特别关注：

调整前后每股净资产之间是否存在较大差异？ 调整后的每股净资产是在净资产中剔除了三年以上的应收款、待摊费用、待处理流动资产净损失、待处理固定资产净损失、开办费、长期待摊费用后的余额。从我国现行会计制度、会计准则来看，每股净资产在调整前后存在差异应属正常现象，但是如果两者差异过大，就意味着公司的净资产中“含水量”较多。相当数量的资产可能已经属于或将要沦为不良资产。投资者可以以此为线索，对企业的资产质量做进一步的分析和追究。

经营活动现金流量与净利润的比率是否协调？ 这一指标显示了公司每 1 元净利润中的经营活动现金流量情况，反映了公司净利润的收现水平。该指标大于 100%，表示公司每实现 1 元的净利润，有 1 元甚至超过 1 元的现金流入；指标小于 100%，表示公司经营活动的现金净流入要小于净利润数；若指标为负，表示公司尽管有盈利，但在经营活动中，现金流量呈净流出状态。如果公司经营微利或亏损，而该项指标又为负值，显示公司经营正举步维艰。现金流量状况是企业经营业绩真实性与否的试金石，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资者对此一定要给予足够的重视。

企业负债的比例和结构是否合理？目前特别要引起投资者注意的是企业的隐形负债和或有负债。一些企业的负债比率表面上看处于适度水平，但是由于隐形债务和或有负债数量巨大，公司真实的财务状况可能存在较大的隐忧。隐形负债和或有负债的形成主要有以下两种情况：一是有些企业为避免资产负债表上负债过多，对表内债务采取了表外处理的办法，如对关键设备采用租赁；通过关键性的合资企业或让拥有部分产权的子公司负债等。二是上市公司为其他企业或关联企业提供担保。这几年因担保引起的债务连带责任使一些上市公司承担着巨大的偿还压力。这种担保对上市公司是一个随时会被引爆的“炸弹”，只要被担保方无力偿还到期债务，担保合同的存在就会把上市公司由“幕后”推向偿债的“前台”。更为可怕的是，上市公司的母公司或其关联企业，利用关联担保把上市公司当成“提款机”予以分光吃净，极大地危害了中小投资者的利益。所以面对存在巨大或有负债隐患的企业，投资者应该像巴菲特那样果断地道声“NO”！

公司股价是否处在自己事先设定的价值“安全边际”之内？投资者需要考虑的问题是：自己对上市公司股票的估价能在多大程度上反映公司的内在投资价值？公司的经营是否稳健，对未来的现金流量预测是否综合考虑了过去现金流量的演变趋势和新的利润增长点的影响？“安全边际”的设定是否足以抵消预测误差从而对自己构成有效保护？

公司股票近期是否有过大幅炒作？对于一家公司的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



票，我们既要研究它的内在价值，又要从技术分析的角度考察它的历史走势。否则我们就无法准确把握投资的有利时机。这是因为，出于消化套牢盘的需要，市场对任何一种股票的炒作都有一定的时间周期。所以投资者选择股票既要坚持优质优价，又要注意市场的炒作节奏和热点的转换规律。对于前期曾被大幅炒高的个股，如东方电子、风华高科等，即使其股价已调整到很低的水平，近期再度走高的可能性也是微乎其微。更何况支持这些公司股价今后上升的基本面早已在过去疯狂的炒作中被提前"透支"。

*自己的投资决策是基于理性的思考还是感情的冲动？*当我们对某家公司的股票做出投资决策之前，一定要对自己即将进行的投资做一个冷静的思考：我的投资是出于对企业内在价值理性的判断，还是出于感情的一时冲动？是像巴菲特那样在成功地利用市场的情绪，还是被市场情绪所驱使？不管怎样，有一点是投资者应该时刻牢记于心的：当你准备要买入一种股票时，如果你感到头脑发涨、情绪激动、心跳加快，同时股评"家"们一片看多，市场上多数投资者都在争先恐后地加入到多方的阵营，这时你千万要捂紧自己的"钱袋"！

*买入股票后，股价是否如自己预期那样良性运行？*股价的运行会反映一切市场信息是技术分析的一个重要理论依据，即使市场不是完全有效的，价格对价值背离迟早也会得到校正。是金子总会闪光，对优秀企业，其股票价格被低估应该是暂时的，随着市场各方对其认同度的提高，其价格最终会回归到应有的水平之上。当投资者买入一家公司的股票后，该股价格经过盘整后出现缓

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



步攀升的走势，中长期的技术指标也逐渐变好，说明投资者原来对公司的基本面分析是正确的。相反若股价的走势与原来的预期不一致，甚至背道而驰，中长线技术指标逐渐变坏，投资者就要警惕：可能是公司的基本面已经有了变化，或是自己原来的分析可能有误。为减少投资的不确定性，出现这种情况，最好的办法是将手中的股票卖出。

企业的基本面是不断变化的，特别是当公司产权虚置、内部治理结构等问题没有得到有效解决之前，我国上市公司未来发展所面临的不确定性还很多。从这些年沪深两市绩优企业的排序情况看，前 10 名的公司几乎一年一个样，三年大变样。1997 年以前在业绩上排名居前的企业，如今早已雄风不在。而今天的绩优公司又有谁能保证它们可能不是红极一时呢？所以对待上市公司一定要用变化发展的眼光，当你买入一家公司的股票后，不管原来对企业的分析结论多么可靠，都不要一劳永逸，在持股期间，要对公司在投资、财务、人事、新产品开发、市场拓展和发展战略等方面的变动进行追踪研究。并根据已经变化了的情况对公司的投资价值随时进行调整。

投资股票，一方面要坚持以不变应万变，只要公司的基本面继续向好，股票的市价仍处在“安全边际”之内，那么不管短期市道如何变化，投资者都要镇定自若，坚持持股不动摇；另一方面当决定股票价格的公司基本面发生不利的变化后，就要当机立断，随时对投资策略做出调整。只有这样，投资者才能胜多败少，最终实现致富的梦想。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录一：巴菲特的投资理念和投资方法

巴菲特的投资理念和投资方法可以概括为 5 项投资逻辑、12 项投资要点、8 项选股标准和 2 项投资方式。

5 项投资逻辑：

（1）因为我把自己当成企业的经营者，所以我成为优秀的投资人；因为我把自己当成投资人，所以我成为优秀的企业经营者。

（2）好的企业比好的价格更重要。

（3）一生追求消费垄断型企业。

（4）最终决定公司股价的是公司的实质价值。

（5）没有任何时间适合将最优秀的企业脱手。

12 项投资要点：

（1）利用市场情绪，进行有规律的投资。

（2）买价决定报酬率的高低，即使是长线投资也是如此。

（3）利润按复利增长与交易费用和税赋的避免使投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



人受益无穷。

(4) 不在意一家公司来年可赚多少，仅留意未来5~10年能赚多少。

(5) 只投资未来收益确定性高的公司。

(6) 通货膨胀是投资者的最大敌人。

(7) 价值型与成长型的投资理念是相通的；价值是一项投资未来现金流量的折现值；而成长只是用来决定价值的一项预测过程。

(8) 投资人财务上的成功与他对投资企业的了解程度成正比。

(9) 拥有一种股票，期待它下个星期就上涨，是十分愚蠢的。

(10)“安全边际”从两个方面协助你的投资：首先是缓冲可能的价格风险；其次是可能获得相对高的权益报酬率。

(11) 就算美联储主席偷偷告诉我未来两年的货币政策，我也不会改变我的投资决定。

(12) 不理会股市的涨跌，不担心经济形势的变化，不相信任何预测，不接受任何内幕消息，只注意两点：买什么股票和买入价格。

8项投资标准：

(1) 必须是消费垄断型企业。

(2) 业务简明易懂，前景看好。

(3) 有稳定的经营史。

(4) 经营者理性、坦诚、始终重视股东利益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（5）财务稳健，负债率低。

（6）经营效率高，收益状况理想。

（7）资本支出少，现金流量充裕。

（8）价格在价值的安全边际以下。

2 项投资方式：

（1）卡片打洞、终生持股，按照下述要点每年对企业检查一次：初始的权益报酬率、营运毛利、负债水准、资本支出、现金流量。

（2）当市场过于高估持有股票的价格时，也可以考虑进行短期套利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录二：经得起时间检验的坦普顿准则

约翰·坦普顿是美国一位著名的投资专家，也是一位忠实的基督教信徒。1939 年，他把美国当时那些交易价格低于 1 美元的股票每一种都买了 100 美元（本钱是借来的），在持有这些股票平均达 4 年后，他的净资本超过了 4 万美元。之后不久，坦普顿发现有一个投资顾问想卖掉他的公司，他就花了 5000 美元买了下来。约翰·坦普顿善于在全球范围内寻找投资机会，寻找价格被压抑得最严重的股票市场。上个世纪 60 年代中期，当美国的股票以 16 倍的市盈率进行交易时，日本的股票的市盈率仅为 4 倍。于是他把大量资金转向日本，据资料显示，约翰·坦普顿的这种全球化战略，使他在 1954 年投资出去的 1 万美元在 40 年后变成了 230 万美元，年复利回报率高达 17%。

读完下面的内容，投资者会发现，约翰·坦普顿的投资法则很多方面与巴菲特的投资方法有异曲同工之妙。这也正是我们要把他的投资法则附录于此的原因。

（1）对所有的长期投资者来讲，只有一个目标——税后真正的总收入最大化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(2) 要取得好的成就，就需要做大量的研究工作，这比大多数人所想的要艰难得多。

(3) 除非你做一些与大多数人不同的事，否则，要取得超常的成绩是不可能的。

(4) 悲观论者认为最优的时候，是买进的最好时机，而乐观论者认为最优的时候，是卖出的最好时机。

(5) 可把“准则 4”应用在一些不同的事情上，但在股票市场中，得到便宜货的惟一方法是买进大部分投资者正在卖出的东西。

(6) 在其他人失望地卖出时买进，在其他人贪婪地买进时卖出。尽管这样可以得到最大的回报，但这却需要极端的坚忍。

(7) 熊市总是暂时的。经济周期处于底部前，股票价格提前 1～12 个月就会向上攀升。

(8) 假如某一行业或某类股票为投资者广泛接受，那么这种热潮只是暂时的。一旦其价格下降，很多年都不会回复。

(9) 长期来看，股票市场指数随着每股收益长期的向上趋势而波动。

(10) 在自由经济国家，股票市场指数收益随着指数中股票账面价值的回归而波动。

(11) 如果你与别人一样买进同种股票，那么你就有与别人一样的回报结果。

(12) 短期投资者结束了他们的卖出时，这是买进这种股票的好时机；而短期投资者结束了他们的买进时，是卖出这种股票的时机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（13）股票价格波动范围比其价值波动范围要宽得多，因此指数基金永远不会得到最佳的总投资回报。

（14）太多的投资者关注“前景”和“趋势”，因此，关心价值更能盈利。

（15）在全世界广泛寻找，比你只研究一个国家能找到更多更好的便宜货，同时，你也得到了最安全的投资组合。

（16）股票价格的波动范围大概上下各出入其价格的平方根。

（17）你卖出一部分资产的时候，也是你已发现另一个便宜货可以替代它的时候。

（18）当任何选择股票的方法变得很流行时，你就要用尚不流行的方法选股。就像“准则3”所讲，投资者大多会把一种选股方法弄糟，也会损害把握市场时机的方式。

（19）永远不要永久性地持有某种资产或采取某种选股方法。努力保持灵活性，心胸开阔并且保持怀疑。你要把你的证券或你做选择的方法从流行的改为不流行的。长期投资的最好结果只有在这种过程中才能取得。

（20）在你投资的普通股部分，选股的技巧性最强。

（21）最好的结果是由一个人产生的，而不是一个委员会。

（22）如果你以祈祷开始，你就能想得更清楚，并且更少犯愚蠢的错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录三：主要参考资料

1.《股王之道》，卫威编著，北京，中华工商联合会出版社，1997。

2.《沃伦·巴菲特从100元到100亿的投资指南》，淳洋编著，金城出版社，2001。

3.《怎样在股市中赚钱》，舒乡编著，当代世界出版社，2000。

4.《靠巴菲特发财》，麦青远著，台湾，1999。

5.《投资智慧论语》，（美）彼得·克拉斯编，阮开斌，朱中彬译，机械工业出版社，2001。

6.《投资理念制胜》，（美）迪恩·利巴朗等著，金彦等译，中国标准出版社，2000。

7.《经营透视——企业分析与评价》，（美）克雷沙·帕利普等著，李延钰等译，东北财经大学出版社，1998。

8.《理财——资金筹措与使用》，甘华鸣主编，中国国际广播出版社，1999。

9.《我的炒股经》，叶国英著，上海人民出版社，2001。

10.《股市心理战》，林仲豪等著，广州出版社，1997。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



11.《投资革命》，（美）彼得·伯恩斯坦著，李繁康等译，上海远东出版社，2001。
12.《交易规则——通往成功之路的新策略》，（美）威廉·F·恩格著，盛业丹等译，东北财经大学出版社，1999。
13.《证券投资学》，吴晓求主编，中国人民大学出版社，1999。
14.《股票投资分析》，戴建兵等主编，中国金融出版社，2000。
15.《投资学》，（美）威廉·F·夏普等著，赵锡军等译，中国人民大学出版社，2001。
16.《逆向投资策略》，（美）戴维·德瑞曼著，安凡所等译，海天出版社，2001。
17.《华尔街价值投资》，（美）安德鲁·史密瑟斯等著，顾卫红等译，海南出版社，2001。
18.《战胜华尔街》，（美）小约翰·J·鲍恩等著，郑毅刚译，经济科学出版社，1999。
19.《非理性繁荣》，（美）罗伯特·J·希勒著，廖理等译，中国人民大学出版社，2001。
20.《投资与证券》、《上海证券报》、《证券时报》、《中国证券报》等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



后　记

股票投资，理念制胜。正确的投资理念一是来源于投资实践的积累，二是得益于前人的成功经验。本书把股王的成功之道与中国普通百姓投资的失败教训进行系统归纳，综合分析，并就如何把巴菲特的投资理念应用于中国股市的投资实践提出了具体的忠告和建议。其中的一些观点对投资者也许并不陌生，但是真正领会它们的深刻内涵并在投资实践中付诸实施的人恐怕并不多见。许多投资人失败的原因就在于：他们基于人性的弱点或情绪的自发力量，忽视或违背了这些看似简单却颇具哲理的思想。

本书在写作过程中参考了大量的资料，这些资料除了附录三所列示的著作或编著成果，还有近年来刊登在《上海证券报》、《证券时报》、《中国证券报》、《投资与证券》等报刊杂志上的许多研究成果。这些作者们的真知灼见不仅为我提供了大量的写作素材，而且启迪了我的写作灵感。在此我向他们表示由衷的感谢和敬意。

这里我还要感谢河北经贸大学的王振猛同志，石家庄农业银行的王兰芝同志，这两位同志在我写作过程中提供

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了大量的文献资料，并对写作思路提出了许多中肯的意见和建议，是他们的热心帮助，才使本书得以顺利与读者见面。

编者

2002 年 1 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场就像古代传说中卡拉斯山脚下的巨大宝库，在这里如果我们能够找到那盏奇妙的阿拉丁“神灯”，并且拥有它，那么我们就能在股市中出奇制胜，百战不殆。

也许巴菲特的投资“圣经”就是你正在苦苦追寻的那盏“神灯”！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



序言

谈起巴菲特，股市投资界几乎无人不知，无人不晓。1956 年他把 100 美元投入股市，四十多年来创造了价值超百亿美元的投资奇迹，不仅在投资领域成为无人能比的美国首富，而且也成为美国股市权威的领袖，被誉为“世界第一股王”。人们羡慕他的成功，更对他独特的投资理念和常人难以具备的坚韧执着钦佩折服。

巴菲特现年 72 岁，1930 年生于美国中部内布拉斯加州的首府奥马哈城。他的父亲是当地的一家小银行的证券销售商，但令巴菲特至今仍感到有些遗憾的是，自己还不满一周岁，父亲就因银行倒闭而失去了工作。这使从“少”做起成了巴菲特命中“注定”的事业起点。1956 年当巴菲特成立“巴菲特有限公司”并开始他一生的投资生涯时，投入公司的 10 万美元资金中属于他的只有区区 100 美元，其余部分全是来自于亲朋好友的慷慨解囊和东拼西凑。但出资寒酸的巴菲特不负众望，不到一年的时间，他就拥有了五家合伙人公司。在 1962 年～1966 年的 5 年中，他的合伙人公司的业绩高出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了道·琼斯工业指数 20～47 个百分点。

1965 年，巴菲特接管伯克夏控股公司时，该公司的每股价格徘徊于 12 美元～15 美元之间，经过巴菲特的精心和巧妙运作，今天的伯克夏每股股票价值已经魔术般地超过了 7.5 万美元。无论股市行情是牛气冲天还是疲软低迷，也不管经济是繁荣昌盛还是冷落萧条，巴菲特在市场上的表现总是非常优异。截止到 1998 年，巴菲特的证券投资只有 3 次落后于道·琼斯指数，其间没有一次出现亏损。从 1965 年至 1997 年间，他的运作成绩是年利润增长 23%，1976 年伯克夏的股票价值上涨了 59%，1998 年，该公司的股票价值上涨率更是创纪录地达到了 66%。有人曾经做过估算，如果有人在巴菲特职业生涯的开始时向巴菲特投入 1 万美元，并且坚持到底，那么到 1994 年底，他的财富将会达到 8 亿美元！

在 2000 年 4 月纽约股市“黑色星期五”的暴跌中，科技股投资者大都损失惨重。在美国股市打喷嚏，全球股市感冒的一片嗟叹声中，素有“股神”之称的巴菲特却因从不涉足科技股，成为逆市赢家，身价不跌反升。曾被人们认为已经过时的巴菲特的投资哲学因此再次受到市场的关注。

如果说股海茫茫，险象环生，巴菲特——全球最出色的股坛常青树的出现具有一定的偶然性。但深入分析巴菲特的投资思想所蕴含的大智大勇和他的投资实践所折射出来的理性光芒，这一偶然又带有其必然性。

风险与收益的关系是金融教科书中经常涉及的一个论题，其中一个流行的观点就是风险与收益成正比，人们要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



想赚取大的收益，就必须冒大的风险，似乎冒险是人们投资取利必须经过的环节。但是巴菲特对此却不以为然。他认为，把冒险视为投资获利的前提，很容易把投资者引入赌博甚至铤而走险的歧途。

巴菲特是个风险厌恶者，虽然普通人把股票投资与风险投资几乎划等号，但巴菲特却从不愿冒着风险去涉足股市。他曾深有体会地说："我把确定性看得很重要……只要这样做了，那么关于风险因素的全部忧虑对我来说就无关紧要了。在冒重大风险时，你没有考虑确定性。如果投资者以内在价值的一部分购买证券就可以把风险降到最低程度。"把巴菲特从风险中隔离开来的是格雷姆教给他的"安全边际"思想。巴菲特总是要等到股票市价深幅下跌到其内在价值以下，价格与价值之差等于或大于他事先设定的"安全边际"时，才会采取投资行动。在这样的价位买入股票，不仅为资本增值赢得了空间，更重要的是这等于是在投资伊始就为投资本钱构筑了一道有效的"防火墙"，虽然未来赚多赚少难以事先确定，但是就最终能够盈利这一点来讲几乎是可以肯定的，这就是巴菲特所说的投资的确定性原则。"安全边际"是巴菲特投资思想的灵魂，更是指导他投资制胜的法宝。

"安全边际"能否对投资起到"防火墙"的风险回避作用，取决于投资者对企业股票的内在投资价值能否做出正确的评估。比如一家上市公司的每股内在价值是 10 元，投资者的评估结果正好也是 10 元，在安全边际为 20% 的情况下，购买价就会定位在 8 元以下，但若评估结果是 14 元，同样是 20% 的安全边际，购买价会提高到 11.20

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



元，这样投资本钱仍暴露在风险之下。能否正确地评估企业的投资价值，取决于投资者是否真的了解企业。股票市场里，上市公司数量繁多，限于个人的知识和能力，投资者不可能对每个企业都能做到了如指掌。为了使“安全边际”法则能发挥预期的作用，尽量减少投资的不确定性和盲目性，巴菲特制定了一整套严格的企业选择标准，内容主要包括：在业务经营方面，企业的业务必须简明易懂，经营历史必须始终如一，而且要有一个令人满意的发展前景；管理方面，企业的管理者必须富有理性，对股东能坦诚相见，在重大方针政策的制定上有主见，不盲从；在企业财务方面，企业要有理想的权益资本收益率，股东收益真实可靠，同时经营利润率达到较高水准，等等。巴菲特只对达标企业进行价值分析与判断。对“入围”企业的这种苛刻要求，不仅优化了巴菲特的投资选择，而且增强了他投资的预见性和价值评估的可靠性。

集中投资和长线持股是巴菲特的两个与众不同的投资操作法则。而这两大法则与“安全边际”又是一脉相承、息息相关的。因为符合巴菲特投资条件的目标企业，往往都是出类拔萃、百里挑一的。对这样的企业，一旦它们的股票市价跌进巴菲特事先设定的安全区，巴菲特就会如获至宝，倾其所有，全力买入，更何况他是以企业经营者身份而不是以短线投机者的身份介入企业的，这就决定了巴菲特的投资必然是一种中长线投资，除非公司股价短期出现暴涨。这一点正如巴菲特自己所说：“当时我和查尔斯·芒格（巴菲特的朋友，伯克夏公司的副总裁）买下一种股票时，我们头脑中既没有考虑到出手的时间，也没有考虑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



过出手的价位，只要我们相信这家公司有令我们满意的增长前景，我们就会长期持有这种股票。”与许多专家的意见相左，巴菲特认为，持有一种有价证券比持有几种有价证券的风险要小，他说：“集中投资会降低风险，因为这会提高投资者在投资前对某家公司的研究深度。”

为了使安全边际法则在投资实践中落到实处，巴菲特一方面给自己划定了对不了解的企业、经营状况不佳的企业和平庸企业的投资禁区，同时给自己制定了远离股票市场、静待机会、逆向投资等严格的操作纪律。远离股票市场使他非常有效地规避了市场情绪化因素和各种市场杂音所带来的心理困扰，静待机会和逆向投资培养和铸就了他的果敢坚毅，因此当真正的投资机会来临之际，他能以充沛的财力从容应对。

从巴菲特的身上，凝聚着成功投资人缺一不可的两种优秀素质：大智大勇和沉着冷静。在股票市场上，像巴菲特那样聪明的人很多，但是随着时间的推移，这些人的名字连同他们的金钱早已被股市的风浪涤荡得无影无踪。其中的关键原因就在于他们缺乏足够的耐心和毅力，陷人了频繁交易、过度投机的误区。

如果说股市的涨跌是多空双方较量的结果,那么源于人们内心世界的理性与情绪两种相反力量的对比变化则左右着一个人的投资成败。每个人要想在投资上有所建树,必须努力让你的理性战胜情绪、战胜自我、战胜贪婪与恐惧!

1994 年以来，上海股票市场的综合指数每年平均振幅高达 634 点，针对中国股市上窜下跳、频繁大幅波动的现象，有人形象地把中国股市比喻为“猴”市，但是在责

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



怪中国股市运行过于情绪化的同时，别忘了正是市场的这种情绪化才使巴菲特的理性投资有了用武之地。如果你也像巴菲特那样能成功地利用市场情绪，达到众人皆醉我独醒的超然境界，相信成功离你也就为期不远了。